

- 5. Mai 2008

Hengeler Mueller • Postfach 17 04 18 • 60078 Frankfurt am Main

Landgericht Köln
- 2. Kammer für Handelssachen -
Luxemburger Str. 101
50939 Köln

Vorab per Telefax:

02 21/4 77-33 33

Dr. Daniela Favocchia
Partner

Direktwahl
Direct Number
+49 69 17095-382

E-Mail des Absenders
Sender's E-mail
daniela.favocchia@hengeler.com

Bockenheimer Landstraße 24
60323 Frankfurt am Main
Telefon +49 69 17095-0
Telefax +49 69 725773
www.hengeler.com

Frankfurt am Main, 25. April 2008
Antragswiderung

Az. 82 O 271/07 / *Cycos*

In dem Verfahren nach §§ 304, 305 AktG i.V.m. § 2 SpruchG

Uwe Jännert u.a.

g e g e n

**CHG Communications Holding GmbH & Co. KG, vertreten durch die Geschäftsführung,
Hofmannstr. 51, 81379 München**

- Antragsgegnerin -

beantragen wir,

die Anträge der Antragsteller z u r ü c k z u w e i s e n.

Inhaltsverzeichnis

A. Zulässigkeit.....	6
I. Fehlende Antragsberechtigung	7
II. Unzureichende Antragsbegründung.....	11
III. Verfristung des Antrags.....	13
B. Begründetheit	14
I. Sorgfältige Ermittlung und Festlegung von angemessener Abfindung und angemessenem Ausgleich	14
1. Festsetzung der Abfindung und des Ausgleichs.....	14
2. Ordnungsgemäße Prüfung durch den gerichtlich bestellten Vertragsprüfer	15
a) <i>So genannte parallele Prüfung</i>	15
b) <i>Umfang der Prüfung</i>	16
3. Keine Bestellung eines neuen Sachverständigen.....	19
4. Vorlage der Arbeitspapiere.....	21
5. Ermittlung des Unternehmenswertes anhand des IDW Standards	21
II. Kapitalisierungszinssatz	22
1. Basiszinssatz mit 4,25 % nicht zu hoch angesetzt	22
a) <i>Bestimmung des Basiszinssatzes</i>	23
b) <i>Keine unzulässige Rundung</i>	25
c) <i>Berücksichtigung des Stichtagsprinzips</i>	26
2. Risikozuschlag.....	27
a) <i>Ansatz des Risikozuschlags erforderlich</i>	27
b) <i>Tax-CAPM</i>	29
aa) <i>Grundsätzliche Anwendung des CAPM</i>	29
bb) <i>Anwendung des Tax-CAPM</i>	32
c) <i>Keine Begrenzung des Risikozuschlags auf 2 %</i>	33
d) <i>Angemessene Marktrisikoprämie</i>	35
aa) <i>Beleg durch empirische Studien</i>	35
bb) <i>Keine Widerlegung durch empirische Studien</i>	41

cc)	<i>Von der Rechtsprechung anerkannte Marktrisikoprämie</i>	45
dd)	<i>Arithmetisches statt geometrisches Mittel sachgerecht</i>	46
e)	<i>Betafaktor nicht zu hoch</i>	48
aa)	<i>Ableitung anhand Bildung einer Peer Group</i>	48
bb)	<i>Korrekte Bildung der Peer Group</i>	52
3.	Wachstumsabschlag	55
a)	<i>Kein Wachstumsabschlag im Detailplanungszeitraum</i>	55
b)	<i>Wachstumsabschlag in Höhe von 1,5 % gerechtfertigt</i>	56
c)	<i>Wachstumsabschlag und Inflationsrate</i>	61
d)	<i>Keine gegenläufige Rechtsprechung</i>	63
4.	Ansatz persönlicher Ertragssteuer beim Kapitalisierungszinssatz	63
III.	Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	64
IV.	Sonstige Rügen	68
1.	Immaterieller Wert der Marke unbeachtlich	68
2.	Zur Planungsrechnung	68
a)	<i>Sachgerechte Planannahmen</i>	69
aa)	<i>Vergangenheitsanalyse</i>	69
bb)	<i>Operative Planung</i>	72
b)	<i>Weitere unzutreffende Einwendungen</i>	77
aa)	<i>Richtiger Kassenbestand</i>	77
bb)	<i>Korrekte Annahme der Planungsphasen</i>	78
3.	Keine Berücksichtigung der Steuerreform 2008	78
4.	Steuerliche Sonderwerte	79
5.	Synergieeffekte	80
6.	Keine Annahme unterschiedlicher Zinssätze	81
7.	Thesaurierungs-/Ausschüttungsannahme	82
8.	Bewertung zum Bewertungsstichtag	83
9.	Liquidationswert	84
a)	<i>Kein Liquidationsszenario</i>	85
b)	<i>Ermittlung des Liquidationswerts der Cycos AG</i>	85

V. Börsenkurs	86
1. Abstellen auf einen Referenzzeitraum	86
2. Maßgeblicher Referenzzeitraum	87
VI. Art der Abfindung.....	94
VII. Angemessene Ausgleichszahlung	94
1. Ableitung aus dem Ertragswert.....	95
2. Börsenkurs unmaßgeblich.....	96
3. Fälligkeit der Ausgleichszahlung.....	97
4. Zinssatz für Ermittlung der Ausgleichszahlung	98
5. Keine Verzinsung des Ausgleichs	101
6. Ausgleich für außenstehende Aktionäre günstig	102
IX. Antrag auf Erbringung einer Sicherheitsleistung	102

Begründung:

- (1) Die im Rahmen des Beschlusses zum Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags festgesetzte Abfindung sowie der festgesetzte Ausgleich sind angemessen. Sie bedürfen keiner Korrektur. Die von den Antragstellern vorgebrachten Bewertungsgründen sind in der Sache alle unbegründet.

- (2) Die Einleitung dieses Spruchverfahrens ist insbesondere vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklungen der Cycos AG unverständlich. Der Grundtenor der Kritik und der Behauptungen der Antragsteller ist, dass die Cycos AG in einer Wachstumsbranche tätig sei und die mrs-Technologie einzigartig sei. Allein deshalb halten sie die Planzahlen, die bei der Unternehmensbewertung angesetzt wurden, für zu niedrig und pessimistisch. Diese Kritik ist nicht berechtigt. Der Vertragsprüfer weist an einigen Stellen seines Prüfungsberichts ausdrücklich darauf hin, dass der Ansatz der Wertgutachter äußerst positiv und günstig für die außenstehenden Aktionäre ist und man durchaus auch von einem negativeren Ansatz hätte ausgehen können. Die mrs-Technologie ist auch keineswegs einzigartig, sondern ihr kommt ein relativ geringer Marktanteil zu. Zum Zeitpunkt der Kartellanmeldung im Jahr 2003 lag dieser in Deutschland gerade einmal bei 10 %, in Österreich sogar nur bei 0,8 %.

- (3) Die aktuelle Lage der Cycos AG bestätigt die Einschätzung und zeigt, dass die Bewertungsannahmen keineswegs zu pessimistisch waren, sondern eher zu positiv. Während die Antragsteller immer wieder betonen, die Cycos AG sei in einer Wachstumsbranche tätig, ist das Umfeld der Cycos AG tatsächlich von einem weiter steigenden Wettbewerbsdruck und einer Konsolidierung der Märkte geprägt und damit von niedrigen Margen, Kooperationen und Unternehmenszusammenschlüssen. So entwickelt sich der Markt von einem Nischenmarkt zunehmend zu einem Allgemeinmarkt mit hoher Dichte gleicher Angebote und vielen Wettbewerbern und damit zu einem hart umkämpften Anbietermarkt.

Beweis: Geschäftsbericht der Cycos AG 2006/2007, S. 3, 8; auszugsweise vorgelegt in Kopie, **Anlage 1.**

- (4) Im abgelaufenen Geschäftsjahr sah sich die Cycos AG gleich zweimal – im Juni und im Juli 2007 – gezwungen, die Aussichten nach unten zu korrigieren und für das Geschäftsjahr 2006/2007 einen Rückgang des operativen Konzernergebnisses (EBIT) auf EUR -1,8 bis -2,6 Mio. anzukündigen (13.06.2007) bzw. einen Rückgang des EBIT auf EUR -3,0 bis -4,0 Mio (27.07.2007).

Beweis: Ad hoc-Mitteilung der Cycos AG vom 13.06.2007 sowie vom 27.07.2007, **Anlagen 2 und 3.**

- (5) Diese Gewinnwarnung wurde sogar von den aktuellen Zahlen noch in negativer Hinsicht übertroffen. Im Geschäftsjahr 2006/2007 wurden konzernweite Umsatzerlöse in Höhe von EUR 19,57 Mio. (EUR 21,64 Mio. im Geschäftsjahr 2005/2006) und ein Konzernjahresergebnis in Höhe von EUR -3,40 Mio. (gegenüber einem Konzernjahresergebnis in Höhe von EUR +0,78 Mio. im Vorjahr) erzielt. Das EBIT (Earnings before Interest and Taxes) betrug EUR -5,23 Mio. gegenüber EUR 0,51 Mio. im Vorjahr.

Beweis: Geschäftsbericht der Cycos AG 2006/2007, S. 11; **Anlage 1.**

- (6) Die der Bewertung zugrunde liegende operative Planung der Cycos AG sah hingegen für 2006/2007 auf Konzernebene noch Umsatzerlöse von EUR 23,65 Mio. (die tatsächlichen Umsatzerlöse blieben damit um EUR -4,08 Mio. hinter der Planung zurück) und ein EBIT von EUR + 0,568 Mio. (Differenz von EUR -5,798 Mio.) vor. Das geplante Konzernjahresergebnis der Cycos AG sah einen Betrag von EUR 1,127 Mio. (gegenüber dem tatsächlich erzielten Konzernjahresfehlbetrag von EUR -3,401 Mio.) vor.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, zu laden über BFJM Bachem Fervers Janßen Mehrhoff GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hohenzollernring 57, 50672 Köln.

- (7) Dieser Trend setzt sich im ersten Quartal des Geschäftsjahres 2007/2008 weiter fort: Es wurden konzernweit Umsatzerlöse von nur EUR 4,14 Mio. und ein Konzernjahresergebnis in Höhe von nur EUR -0,92 Mio. erzielt. Für das Geschäftsjahr 2007/2008 erwartet die Cycos AG wiederum ein negatives EBIT.

Beweis: Konzernzwischenbericht 2007/08 Q 1, 01.10.2007 – 31.12.2007, S. 4, 5; **Anlage 4.**

- (8) Diese Zahlen belegen eindrucksvoll, dass weder die Planannahmen zu pessimistisch waren noch Abfindung und Ausgleich zu niedrig festgesetzt wurden. Bereits deshalb lässt sich die Einleitung dieses Spruchverfahrens nicht nachvollziehen.
- (9) Auffällig ist im Übrigen, dass es zwar eine Vielzahl von Antragstellern gibt (45!), ein großer Teil der Antragsteller es sich jedoch „einfach“ gemacht und wortgleiche Anträge eingereicht hat. Der Übersichtlichkeit halber nehmen wir im Folgenden teils lediglich auf eine der Antragschriften Bezug.

Wortgleich sind die Vorträge der Antragsteller zu 1, 2, 10, 11 und 16; 3 und 30; 4 und 5; 8 und 9; 12 bis 15; 17 und 18; 20 bis 22; 29 und 36; 37 und 38; 41-45. Nahezu wortlaut-identisch sind außerdem die Anträge der Antragsteller zu 7, 19 und 23 sowie die Anträge der Antragsteller zu 26 und 28.

Verweise auf die Antragschriftsätze der Antragsteller werden im Folgenden mit „AS AST 1, S. ...“, „AS AST 2, S. ...“ etc. abgekürzt. Sofern es mehrere Schriftsätze einzelner Antragsteller gibt, werden diese weiteren Schriftsätze zur Identifizierung mit Datum genannt.

A. Zulässigkeit

Die Anträge der Antragsteller zu 1, 2, 4, 5, 7-11, 16-25, 28-33 und 36-45 sind bereits unzulässig und zwar wegen fehlender Antragsberechtigung (vgl. I.), mangels Antragsbegründung (vgl. II.) oder wegen Verfristung (vgl. III.).

I. Fehlende Antragsberechtigung

- (10) Keiner dieser Antragsteller legt in der gesetzlich geforderten Form seine Antragsberechtigung dar.

Zu einer ordnungsgemäßen Antragsbegründung gehört nach § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG die Darlegung der Antragsberechtigung gemäß § 3 SpruchG. Nach § 3 Satz 1 Nr. 1 Satz 2 SpruchG ist im Fall des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages „jeder außenstehende Aktionär“ antragsberechtigt, der zum Zeitpunkt der Antragstellung Anteilsinhaber ist. Der Antragsteller muss also nachweisen, dass er zum Zeitpunkt der Antragstellung Aktionär der Gesellschaft war.

- Allgemeine Meinung, siehe nur OLG Hamburg, AG 2004, 622, 622 f.; LG Frankfurt a. M., NZG 2005, 323, 324; *Büchel*, NZG 2003, 793, 794; *Bungert/Mennicke*, BB 2003, 2021, 2025; *Klöcker/Frowein*, SpruchG, 12. Aufl., § 3 Rn. 31 f.; *Wasmann*, in: Kölner Kommentar zum SpruchG, § 3 Rn. 9. -

- (11) Der Antragsteller hat nach § 3 Satz 3 SpruchG seine Stellung als Aktionär dem Gericht ausschließlich durch Urkunden nachzuweisen, was durch die Vorlage von Originalen, gegebenenfalls beglaubigten Kopien, jedoch nicht durch einfache Kopien möglich ist.

- Vgl. BGH, NJW 1992, 829, 830; LG Frankfurt a. M., ZIP 2005, 215, 216. -

- (12) Dass die Antragsberechtigung innerhalb der Antragsfrist ordnungsgemäß nachgewiesen werden muss, entspricht der ganz herrschenden Auffassung in der Literatur. Auch in weiten Teilen der instanzgerichtlichen Rechtsprechung wird dies so gesehen.

- OLG Hamburg, AG 2004, 622, 622 (obiter dictum); LG Dortmund, DB 2004, 2685, 2685; LG Frankfurt a. M., ZIP 2005, 859, 859; *Fritzsche/Dreier/Verfürth*, SpruchG, § 4 Rn. 16; *Hüffer*, AktG, 8. Aufl., § 3 SpruchG, Rn. 7; *Klöcker/Frowein*, SpruchG, § 4 Rn. 21; *Koppensteiner* in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Anh. §§ 327 ff., Rn. 10; *Wasmann*, WM 2004, 819, 822; vgl. ferner die Nachweise im Vorlagebeschluss des KG Berlin, ZIP 2007, 2352, 2355. -

- (13) Weil verschiedene Oberlandesgerichte entgegen des klaren Wortlautes von § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG die bloße Darlegung der Aktionärseigenschaft ohne Nachweis innerhalb der Antragsfrist genügen ließen,

- OLG Frankfurt a. M. NZG 2006, 153, 154; OLG Düsseldorf NZG 2005, 895, 896; OLG Stuttgart NZG 2004, 1162, 1162. -

hat das Kammergericht Berlin nun die Sache dem Bundesgerichtshof gemäß § 12 Abs. 2 Satz 2 SpruchG, § 28 Abs. 2 FGG vorgelegt, weil es von diesen Entscheidungen abweichen will. Das Kammergericht legt § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG zu Recht dahingehend aus, dass der Antragsteller den Nachweis durch Urkunden unabhängig von einem Bestreiten oder von Zweifeln des Gerichts von sich aus innerhalb der Antragsfrist zu führen hat und der Antrag andernfalls unzulässig ist.

- KG Berlin, ZIP 2007, 2352 ff. -

Diesen Ausführungen des Kammergerichts ist nichts hinzuzufügen.

- (14) Keiner der oben genannten Antragsteller erfüllt diese Anforderungen. Die Gründe sind unterschiedlich, teils wird den Anforderungen auch in mehrfacher Hinsicht nicht genügt. Im einzelnen:
- (15) Einige der Antragsteller behaupten lediglich, dass sie zum Zeitpunkt der Antragstellung Aktionäre der Cycos AG waren, legen aber entgegen des ausdrücklichen Wortlautes von § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG entweder keinerlei Belege zum Nachweis ihrer Antragsberechtigung vor und behaupten auch nicht, einen solchen vorgelegt zu haben, oder wollen nur eine Bankbestätigung nachreichen, haben dies aber – trotz gerichtlicher Aufforderung – nicht getan.

Das einfache Behaupten der Aktionärserschaft ist aber – wie oben ausgeführt – keine Darlegung i. S. v. § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG.

Die Schriftsätze einiger anderer Antragsteller sollen zwar in der Anlage einen Depotauszug enthalten. Den der Antragsgegnerin zugestellten Schriftsätzen sind aber diese Anlagen nicht beigelegt. Sofern dem Gericht entsprechende Nachweise vorliegen, bitten wir um Übersendung von Kopien.

Aus diesem Grund wird die Aktionärsstellung der Antragsteller zu 1, 2, 8-11, 16, 17, 18, 20-22, 24, 31, 32, 37 sowie 38 zum Zeitpunkt der Antragstellung ausdrücklich bestritten.

- (16) Bei anderen Antragstellern weist die Bankbescheinigung einen Tag aus, der vor dem Tag der Antragstellung liegt. Aus diesem Grund wird die Aktionärsstellung der Antragsteller

zu 28, 33, 36, 39 und 40 zum maßgeblichen Zeitpunkt der Antragstellung mit Nichtwissen bestritten.

- (17) Andere Antragsteller legen ihre Antragsberechtigung nicht in ausreichend substantiierter Form dar, weil sie entweder eine Faxkopie oder Kopie der Bankbestätigung beifügen oder lediglich einen Computerauszug. Weder Kopie noch Faxkopie oder Computerauszug sind jedoch zum Nachweis der Antragsberechtigung nach § 3 Satz 2 und 3 SpruchG ausreichend.

- LG Frankfurt a.M ZIP 2005, 215, 216; BGH NJW 1992, 829, 830; OLG Frankfurt a.M. OLGR 1995, 235, 235. -

Zudem wurden in einigen Computerauszügen Schwärzungen vorgenommen. Eine Ablichtung, in der Veränderungen vorgenommen wurden, hat aber keinen Beweiswert und kann bereits aus diesem Grund nicht den geforderten urkundlichen Nachweis der Antragsberechtigung erbringen (§ 419 ZPO).

- OLG Hamburg AG 2005, 853, 853. -

An diesem Mangel leiden die Anträge der Antragsteller 4, 5, 7-9, 19-21, 23, 29, 33, 39-44.

- (18) Teilweise haben die Antragsteller ihre Antragsberechtigung nicht innerhalb der Antragsfrist und damit – wie oben ausgeführt – nicht rechtzeitig nachgewiesen. So ging die urkundliche Bankbestätigung der Antragsteller 25, 30, 41-45 erst nach Fristablauf (21.12.2007) bei Gericht ein.
- (19) Der Übersichtlichkeit halber stellen wir die Mängel der Antragsberechtigung in nachstehender Tabelle dar:

Antragsteller	Nachweis der Antragsberechtigung weder vorgelegt noch Vorlage behauptet; teils (nur) angekündigt	Nachweis der Antragsberechtigung behauptet, aber nicht vorgelegt	Nachweis bezieht sich auf die Zeit vor der Antragstellung	Nachweis zu spät eingereicht	Nachweis nicht in urkundlicher Form vorgelegt
1		x			
2		x			
4					Faxkopie
5					Computerauszug mit Schwärzung

Antragsteller	Nachweis der Antragsberechtigung weder vorgelegt noch Vorlage behauptet; teils (nur) angekündigt	Nachweis der Antragsberechtigung behauptet, aber nicht vorgelegt	Nachweis bezieht sich auf die Zeit vor der Antragstellung	Nachweis zu spät eingereicht	Nachweis nicht in urkundlicher Form vorgelegt
7					
8		x			Computerauszug
9		x			Computerauszug
10	Nur angekündigt				Computerauszug
11	Nur angekündigt				
16	Nur angekündigt				
17	Nur angekündigt				
18	Nur angekündigt				
19					Computerauszug mit Schwärzung
20		x			Kopie
21		x			Kopie
22	Nur angekündigt				
23					Computerauszug mit Schwärzung
24	Nur angekündigt				
25				x	
28			x		
29					Faxkopie
30				x	
31		x			
32		x			
33			x		
36			x		Kopie
37	weder vorgelegt noch behauptet				
38	weder vorgelegt noch behauptet				
39			x		Faxkopie
40			x		Faxkopie
41				x	Computerauszug mit Schwärzung
42				x	Computerauszug mit Schwärzung
43				x	Computerauszug mit Schwärzung
44				x	Computerauszug mit Schwärzung
45				x	

II. Unzureichende Antragsbegründung

- (20) Die Anträge der Antragsteller zu 24, 25 und 31 sind außerdem unzulässig, weil diese Antragsteller ihre Anträge nicht ordnungsgemäß begründet haben. Eine unzureichende Antragsbegründung macht den Antrag unzulässig.
- Die Rechtsfolge der Unzulässigkeit ist einhellige Auffassung, vgl. Begründung des Regierungsentwurfs des SpruchG, BT-Drucks. 15/371, S. 13; *Bungert/Mennicke* BB 2003, 2021, 2026 f.; *Hüffer*, AktG, 8. Aufl., § 4 SpruchG, Rn. 9; *Klöcker/Frowein*, SpruchG, § 4 Rn. 6; *Krieger* in: Lutter/Winter, UmwG, Anhang I SpruchG § 4 Rn. 9; *Wasmann*, in: Kölner Kommentar zum SpruchG, § 4 Rn. 10. -
- (21) Zu einer ordnungsgemäßen Antragsbegründung gehört gemäß § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG, dass der Antragsteller konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation oder den ermittelten Unternehmenswert vorträgt.
- (22) Erst jüngst hat das Kammergericht Berlin einen Antrag des hiesigen Antragstellers zu 31 mangels ausreichender Begründung als unzulässig zurückgewiesen.
- KG Berlin, Beschluss vom 24.01.2008, Az. 2 W 83/07, **Anlage 5**.
- (23) Die Anforderungen an die konkrete Bewertungsrüge in § 4 Abs. 2 Nr. 4 SpruchG sind hoch. Erforderlich sind konkrete Einwendungen gegen den Unternehmenswert, ein völlig unspezifizierter Hinweis genügt nicht. Es reicht deshalb nicht aus, einzelne Berechnungsfaktoren herauszugreifen und diese ohne nähere Begründung als unangemessen zu bezeichnen. Der Antragsteller muss sich vielmehr auch mit dem Inhalt der Unterlagen des § 7 Abs. 3 SpruchG auseinandersetzen.
- KG Berlin, Beschluss vom 24.01.2008, Az. 2 W 83/07, S. 4 f.; OLG Frankfurt am Main, NZG 2006, 674, 675; OLG Frankfurt am Main NZG 2007, 873, 874; *Wasmann*, WM 2004, 819, 823; *Wittgens* NZG 2007, 853, 854. -
- (24) Denn der Beibringungsgrundsatz tritt für § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 SpruchG an die Stelle des Amtsermittlungsgrundsatzes.
- KG Berlin, Beschluss vom 24.01.2008, Az. 2 W 83/07, S. 5; *Winter/Nießen*, NZG 2007, 13, 15. -
- (25) Dementsprechend trifft nicht den Antragsgegner eine primäre Darlegungspflicht für die Angemessenheit der Kompensation, sondern den Antragsteller für die Fehlerhaftigkeit

der Unternehmensbewertung. Damit genügt der Vortrag bloßer Zweifel nicht. „Konkrete Einwendungen“ sind sowohl im Wortsinne als auch in qualitativer Hinsicht mehr als das Begründen von Zweifeln.

- *Wittgens*, NZG 2007, 853, 854. -

- (26) Die Antragsteller zu 24, 25 sowie 31 genügen diesen Anforderungen nicht. Die Antragsteller rügen lediglich pauschal die Unangemessenheit der Abfindung. Zudem kommt bei der Antragstellerin zu 25 hinzu, dass sie anwaltlich vertreten ist, und bei dem Antragsteller zu 31, dass er selbst Rechtsanwalt ist. An einen anwaltlichen Vortrag sind höhere Anforderungen zu stellen. Trotzdem trägt die Antragstellerin zu 25 – ohne jegliche Begründung – lediglich vor, die Planung sowie die Annahme der Liquidität als betriebsnotwendig seien nicht nachvollziehbar, und der Kapitalisierungszinssatz, die Marktrisikoprämie und der Betafaktor überhöht (AS AST 25, S. 3). Auch die Antragstellerin zu 24 sowie der Antragsteller zu 31 behaupten nur, dass Basiszinssatz, Marktrisikoprämie und Betafaktor zu hoch und der Wachstumsabschlag zu niedrig angesetzt worden seien, ohne ihre Kritik zu begründen. Dies gilt auch für den Vorwurf, ein Börsenkurs von EUR 7,40 sei nicht berücksichtigt worden (vgl. AS AST 24, S. 2). Es ist schon nicht nachvollziehbar, wie die Antragstellerin auf diesen Wert kommt. Auch der Vortrag des Antragstellers zu 31 zum Betafaktor ist derart allgemein gehalten, dass er genauso gut in jedem anderen Verfahren vorgetragen werden könnte. Genauso verhält es sich mit den Ausführungen über die nicht betriebsnotwendigen liquiden Mittel der Cycos AG (AS AST 31, S. 4). Einen Anhaltspunkt für ihre Vorwürfe bleiben die Antragsteller schuldig.
- (27) Hinsichtlich des Ansatzes des Basiszinssatzes wäre zumindest erforderlich gewesen, die zum Bewertungsstichtag erzielbare Rendite einer Anleihe der öffentlichen Hand als Vergleichsmaßstab heranzuziehen.
- KG Berlin, Beschluss vom 24.01.2008, Az. 2 W 83/07, S. 5; OLG Frankfurt a.M. NZG 2006, 674, 675 f. -
- (28) Den Einwendungen gegen die Planungsrechnung muss konkret zu entnehmen sein, weshalb die vorgelegte Planung nicht plausibel sein soll.
- So in dem vergleichbaren Fall: KG Berlin, Beschluss vom 24.01.2008, Az. 2 W 83/07, S. 5; *Wittgens*, NZG 2007, 853, 856. -
- (29) Auch eine pauschale Rüge des Kapitalisierungszinssatzes als zu hoch entspricht nicht den Anforderungen des § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 SpruchG.

- OLG Frankfurt am Main, NZG 2006, 674, 675; OLG Frankfurt am Main NZG 2007, 873, 874; *Wasmann*, WM 2004, 819, 823; *Wittgens* NZG 2007, 853, 854. -

- (30) Die pauschale Begründung des Antragstellers zu 31 ist besonders auffällig. So spricht er mehrfach von der *Creaton AG* (vgl. S. 2 und 3 des AS AST 31, S. 2 und 3). Auch hinsichtlich zwei verschiedener Parameter, nämlich Marktrisikoprämie und Betafaktor, trägt er textbausteinartig den identischen, allgemeinen Satz vor, dass ein Unternehmen nicht nur Risiken, sondern auch Chancen ausgesetzt sei (AS AST 31, S. 3).
- (31) In der bereits erwähnten Entscheidung des KG Berlin, in der der Antrag des hiesigen Antragstellers zu 31 wegen Begründungsmängeln als unzulässig verworfen wurde, trug dieser vor, er sei in einer Vielzahl von Spruchverfahren tätig. Das KG Berlin konstatierte gerade deshalb, dass von ihm „eine weit über dem von einem durchschnittlichen Aktionär zu erwartenden Wissensstand liegende Sachkenntnis“ zu erwarten sei.

- KG Berlin Beschluss vom 24.01.2008, Az. 102 O 62/07 AktG, S. 4. -

- (32) Gerade ihm als in Spruchverfahren erfahrenen Rechtsanwalt ist danach mehr abzuverlangen als floskelartige Ausführungen. Dies gilt ebenso für die anwaltlich vertretene Antragstellerin zu 25.
- (33) Auch das Landgericht Düsseldorf entschied in einem anderen Verfahren, dass der hiesige Antragsteller zu 31 seiner Begründungspflicht nicht nachgekommen sei.

- LG Düsseldorf Beschluss vom 25.01.2008, Az. 39 O 188/07 [AktE], **Anlage 6.**

III. Verfristung des Antrags

- (34) Der Antrag der Antragstellerin zu 39 ist auch deshalb unzulässig, weil er die Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG nicht gewahrt hat. Der Schriftsatz vom 20.12.2007 ist am 22.12.2007 bei Gericht eingegangen. Die dreimonatige Frist zur Antragsbegründung nach § 4 Abs. 1 Nr. 1, § 1 Nr. 1 SpruchG lief jedoch bereits am 21.12.2007 ab, weil das Bestehen des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages nach § 10 HGB am 21.09.2007 bekannt gemacht wurde.

Beweis: Bekanntmachung nach § 10 HGB, **Anlage 7.**

- (35) Einen fristgerechten Eingang vorab per Fax bestreiten wir mit Nichtwissen.
- (36) Die Rüge der Unzulässigkeit aus anderen Gründen behalten wir uns vor.

B. Begründetheit

I. Sorgfältige Ermittlung und Festlegung von angemessener Abfindung und angemessenem Ausgleich

- (37) Die Anträge sind allesamt unbegründet. Sowohl Ausgleich als auch Abfindung sind angemessen. Sie bedürfen keiner Korrektur.

1. Festsetzung der Abfindung und des Ausgleichs

- (38) Das Verfahren zur Ermittlung und Festsetzung von Abfindung und Ausgleich bietet keinen Anhaltspunkt dafür, dass diese unangemessen sein könnten. Der nicht näher spezifizierte Hinweis auf formale Mängel, wie ihn die Antragsteller zu 1, 2, 10, 11 und 16 in ihren Anträgen (AS AST 1 und 2, S. 7; AS AST 10, S. 6; AS AST 11, S. 5; AS AST 16, S. 5) formulieren, ist unzutreffend und nicht begründet.
- (39) Die Ausgleichszahlung in Höhe von jährlich gerundet EUR 0,34 pro Stückaktie wie auch die Abfindung von EUR 7,03 sind angemessen.
- Beweis:** Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.
- (40) Insbesondere wurde der Unternehmenswert methodisch zutreffend und in angemessener Höhe ermittelt. Zur Festsetzung der angemessenen Abfindung und des angemessenen Ausgleichs wurde der Unternehmenswert der Cycos AG zum Tag der Hauptversammlung, die über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag beschlossen hat (03.05.2007), ermittelt. Dabei hatten sich die Vertragsparteien an vergleichbaren Bewertungsfällen orientiert und sich der sachverständigen Hilfe der PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (nachfolgend: **PwC**) bedient.
- (41) Bei der Wertermittlung wurden sowohl die Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen beachtet, die vom Hauptfachausschuss (HFA) des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) als IDW Standard S 1 in der Fassung vom 18.10.2005 verabschiedet wurden, als auch diejenigen, die von der Rechtsprechung als Bewertungsregeln anerkannt sind (siehe gutachtliche Stellungnahme von PwC, S. 4).

- (42) Es wurde ein Unternehmenswert der Cycos AG von EUR 39,242 Mio. ermittelt. Auf dieser Basis wurde ein Wert von EUR 5,04 je Aktie abgeleitet. Weil demgegenüber im relevanten Drei-Monats-Zeitraum vom 24.08.2006 bis zum 23.11.2006, also in den drei Monaten vor Bekanntmachung der Absicht des Abschlusses eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags, der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs mit EUR 6,91 über dem Ertragswert je Aktie lag, wäre dieser Wert dem Abfindungsangebot zugrunde zu legen gewesen (zum richtigen Referenzzeitraum siehe unten Rn. 269 ff.). Dennoch wurde zusätzlich der volumengewichtete Durchschnittsbörsenkurs in dem Drei-Monats-Zeitraum vor Bekanntmachung der Höhe von Abfindung und Ausgleich am 12.03.2007 ermittelt, der mit EUR 7,03 EUR 0,12 über dem tatsächlich maßgeblichen Börsenkurs lag. Obgleich die Cycos AG und die Antragsgegnerin der Auffassung sind, dass der Referenzzeitraum vor Bekanntmachung der Höhe von Abfindung und Ausgleich nicht für die Ermittlung des relevanten Durchschnittsbörsenkurses zugrunde gelegt werden kann, weil der Börsenkurs der Cycos AG spätestens seit dem 24.11.2006 von Abfindungserwartungen spekulativ beeinflusst war, haben die Vertragsparteien zugunsten der außenstehenden Aktionäre vertraglich vereinbart, EUR 7,03 je Stückaktie als angemessene Abfindung anzubieten.

2. Ordnungsgemäße Prüfung durch den gerichtlich bestellten Vertragsprüfer

- (43) Die Angemessenheit der im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag festgesetzten Abfindung und der Ausgleichszahlung hat der unabhängige Vertragsprüfer, die BFJM Bachem Fervers Janßen Mehrhoff GmbH (nachfolgend **BFJM**), geprüft. Das Landgericht Köln (Az. 91 OH 2/06) hat BFJM mit Beschluss vom 05.02.2007 als sachverständigen Prüfer bestellt. BFJM stellte uneingeschränkt fest, dass eine jährliche Ausgleichszahlung in Höhe von gerundet EUR 0,34 und eine Abfindung in Höhe von EUR 7,03 je Stückaktie angemessen sind (Prüfungsbericht vom 20.03.2008). Der Prüfungsbericht ist Bestandteil der Dokumentation zur ordentlichen Hauptversammlung der Cycos AG am 03.05.2007; diese wurde als Anlage zum Schriftsatz vom 27.11.2007 bei Gericht eingereicht.

a) So genannte parallele Prüfung

- (44) Die Antragsteller zu 34 und 35 kritisieren, dass die gutachtliche Stellungnahme von PwC am 06.03.2007 und der Bericht des Vertragsprüfers bereits am 20.03.2007 unterzeichnet worden seien (AS AST 34 und 35, S. 7). Auch die Antragsteller zu 26 und 28 sowie zu 41-45 kritisieren die sog.

Parallelprüfung (AS AST 26, S. 16; AS AST 28, S. 17; AS AST 41-45, S. 2 ff).

- (45) Dieses Vorgehen ist in der Praxis nicht nur üblich, sondern zur Einhaltung der Einladungsfrist zur Hauptversammlung sogar erforderlich. Daraus können keinerlei Verfahrensfehler und insbesondere nicht eine angeblich fehlende Unabhängigkeit des Vertragsprüfers geschlossen werden.
- (46) Die Unbedenklichkeit der Parallelprüfung hat mittlerweile der BGH höchstrichterlich festgestellt.
- BGH AG 2006, 887, 888. -

b) Umfang der Prüfung

- (47) Der Vortrag der Antragsteller zu 3 und 30, eine gesetzlich vorgeschriebene Prüfung habe nicht stattgefunden (Schriftsatz AST 3 vom 14.12.2007, S. 6; AS AST 30, S. 6), geht ins Leere. Auch die Kritik der Antragsteller zu 26, 28, 34 und 35, es habe keine eigenständige Bewertung und Nachprüfung der Planungsrechnung stattgefunden, sondern lediglich eine Plausibilitätsprüfung (AS AST 26, S. 16 f.; AS AST 28, S. 17 f.; AS AST 34 und 35, S. 5, 7), ist haltlos. Unverständlich ist auch der Vorwurf der Antragsteller zu 41-45, die sachverständigen Prüfer hätten das Gutachten der Wertgutachter nicht geprüft, sondern nur nachvollzogen (AS AST 41-45, S. 2). Damit wollen sie begründen, warum der Prüfer weder nach § 8 Abs. 2 SpruchG angehört noch gar zum Sachverständigen bestellt werden könne. Dies gelingt aber nicht.
- (48) Die Antragsteller verkennen die Stellung und Aufgaben des Vertragsprüfers, wie sie § 293 b AktG vorsieht. Danach hat der Prüfer den Unternehmensvertrag zu prüfen. Von einer eigenständigen Bewertung spricht das Gesetz an keiner Stelle. Sie ist auch etwas anderes als eine Prüfung. So entspricht es der herrschenden Auffassung, dass der sachverständige Prüfer keine eigene Bewertung des Unternehmens vornimmt, sondern die für die Festlegung von Abfindung und Ausgleich durchgeführte Bewertung und insbesondere die dieser zugrunde liegende Planung auf ihre Plausibilität prüft und Wertansätze und Prognosen auf ihre Vertretbarkeit untersucht.

- OLG Düsseldorf, AG 2001, 533, 533; *Altmeppen*, in: Münch. Komm. AktG, 2. Aufl., § 293b, Rn. 8; *Emmerich* in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 5. Aufl. § 293b, Rn. 7 ff., 16 ff.; *Veil*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 293b, Rn. 5; *Langenbucher*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 293e, Rn. 4; *Lutter/Drygala*, in: Lutter/Winter, UmwG, 3. Aufl. § 9, Rn. 11; *Zeidler*, in: Semler/Stengel, UmwG, 2. Aufl., § 9, Rn. 30; *Winter*, in: Simon SpruchG, vor § 7, Rn. 54; *Land/Hennings*, AG 2005, 380, 384; *Marten/Müller* in: FS Röhrich, 2005, S. 963, 975. -

(49)

Nur dies ist sinnvoll. Denn bei einer Unternehmensbewertung besteht aufgrund der Tatsache, dass Annahmen und Prognosen zu treffen sind, ein Bewertungsspielraum. Der sachverständige Prüfer kann deshalb nur – und hat auch nur dies zu tun – beurteilen, ob die angewandten Bewertungsmethoden sowie die getroffenen Prognosen den Verhältnissen entsprechend angemessen und in der Sache vertretbar waren und den Regeln einer ordnungsgemäßen Unternehmensbewertung entsprachen.

(50)

Eine derartige Plausibilitätsprüfung hat hier stattgefunden.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(51)

Etwas anderes ergibt sich auch nicht aus dem Prüfungsbericht, so dass aus angeblichen „Mängeln“ des Prüfungsberichts keine Rückschlüsse auf eine angeblich unzureichende Tätigkeit des Prüfers und damit dessen Nicht-Eignung als Sachverständiger im Spruchverfahren gezogen werden können. Diesbezüglichen Zweifeln wäre übrigens im Rahmen der von § 8 Abs. 2 SpruchG vorgesehenen Anhörung des Prüfers nachzugehen (siehe unten Rn. 56 ff). Entgegen der Auffassung von Antragstellern hat sich aus einem Prüfungsbericht auch nicht zu ergeben, dass eine eigenständige Bewertung vorgenommen wurde. Inhalt des Prüfungsberichts ist nicht der Bericht über eine eigene Bewertung, sondern über die Prüfung der Bewertung eines anderen.

- So ausdrücklich *Austmann*, in: Münch. Hdb. AG, 3. Aufl. § 74 Rn. 54; vgl. auch *Langenbucher*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 293e, Rn. 4; *Veil*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 293e, Rn. 5 ff. -

(52) Der Prüfungsbericht von BFJM ist auch sonst nicht mangelhaft. Gegenstand und Umfang der Vertragsprüfung und des erforderlichen Inhalts des Prüfungsberichts ergeben sich aus §§ 293b Abs. 1, 293e AktG. Diesen gesetzlichen Anforderungen entspricht der Prüfungsbericht, der ausführlich auf rund 37 Seiten über Gegenstand, Umfang und Umstände einer eigenständigen Prüfung des Unternehmensvertrages und insbesondere der Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich berichtet. Genau dies, aber auch nicht mehr fordert das Gesetz für den Prüfungsbericht. Insbesondere sind keine weitergehenden Einzelangaben zur Begründung des Prüfergebnisses erforderlich; der Bericht muss nicht aus sich heraus Abfindung und Ausgleich ermitteln.

- Hüffer, AktG, 8. Aufl., § 293e, Rn. 6; Koppensteiner, in: Kölner Komm. AktG, § 293e, Rn 7; Krieger, in: Münch. Hdb. AG, 3. Aufl., § 70 Rn. 40; Austmann, in: Münch. Hdb. AG, 3. Aufl., § 74, Rn. 54. -

(53) Aus diesem Grund trägt auch der Hinweis der Antragsteller zu 26 und 28 (AS AST 26, S. 16; AS AST 28, S. 17) auf die Auffassung des LG Frankfurt nicht. Denn ein Prüfungsbericht ist kein eigenständiges Gutachten, weil der Prüfer keine eigene Bewertung vorzunehmen hat (siehe oben Rn. 48). Und eine „eigenständige Arbeit“ ist der Prüfungsbericht vorliegend deshalb, weil er über eine eigenständige Prüfung berichtet.

(54) Am Beispiel des auf Dauer anzunehmenden Preisverfalls – den die Antragsteller zu 3 und zu 30 als konkretes Beispiel heranziehen – wird deutlich, dass der Vertragsprüfer eine eigenständige Prüfung mit eigenen Untersuchungen vorgenommen hat. Damit wird die Prüfungstätigkeit auch den Anforderungen gerecht, die namentlich das LG Frankfurt an eine Prüfung stellt. Ausweislich des Prüfungsberichts (S. 21) haben die Vertragsprüfer Auskünfte eingeholt und neben einer Analyse der bereitgestellten Unterlagen Gespräche mit verantwortlichen Mitarbeitern, dem Vorstand der Cycos AG sowie den Wertgutachtern geführt. Zudem begründen die Vertragsprüfer die Annahme des Preisverfalls eigenständig mit der Änderungsgeschwindigkeit technisierter Produkte, die zu immer kürzeren Produktlebenszyklen führen. Auch an anderen Stellen (z.B. S. 22, 25 f., 31 des Prüfungsberichts) wird deutlich, dass eine eigenständige Überprüfung

vollumfänglich stattgefunden hat. Die sachverständigen Prüfer sind damit ihrer Aufgabe gerecht geworden.

- (55) Wenn die Antragsteller 41-45 kritisieren, dass kritische Töne im Prüfungsbericht anklingen, aber dies an dem Ergebnis nichts ändere (AS AST 41-45, S. 3), so verkennen sie, dass es sich hier um Berechnungen handelt, die der Prüfer – wie es die Antragsteller fordern – kritisch hinterfragt, jedoch sodann zu dem Ergebnis kommt, dass die Annahmen von PwC vertretbar und angemessen sind. Dies vor allem deshalb, weil es – so bei der Beurteilung der Marktengte (S. 31 des Prüfungsberichts) wie auch bei dem Betafaktor (S. 26 des Prüfungsberichts) – für die außenstehenden Aktionäre günstigere Annahmen sind.

3. Keine Bestellung eines neuen Sachverständigen

- (56) Für den Fall, dass das Gericht es für notwendig erachten sollte, Einzelfragen der Ertragswertermittlung weiter aufzuklären, regen wir schon jetzt an, auf die Beauftragung eines weiteren Sachverständigen zu verzichten – wie ihn die Antragsteller zu 1-5, 10-16, 25, 26, 28, 32, 34, 35, 37-39 sowie der gemeinsame Vertreter fordern (vgl. AS AST 1, S. 7; AS AST 2, S. 7; Schriftsatz AST 3 vom 14.12. 2007, S. 6; AS AST 4 und 5, S. 5; AS AST 10, S. 6; AS AST 11, S. 6; AS AST 12-15, S. 9; AS AST 16, S. 6; AS AST 25, S. 4; AS AST 26, S. 4, 13 und 16; AS AST 28, S. 4, 13 und 17; AS AST 30, S. 6; AS AST 32, S. 4; AS AST 34 und 35, S. 5, 7 und 8; AS AST 37 und 38, S. 4; AS AST 39, S. 5; Schriftsatz des gemeinsamen Vertreters vom 10.03.2008, S. 2, 5) – und stattdessen die BFJM als den gerichtlich bestellten Vertragsprüfer um eine Erläuterung und ggf. eine Ergänzung der Prüfungsfeststellungen zu bitten.
- (57) Nach § 8 Abs. 2 SpruchG ist, soweit überhaupt zusätzlicher Aufklärungsbedarf besteht, vorrangig der sachverständige Prüfer anzuhören. § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG macht die persönliche Befragung des sachverständigen Prüfers in der mündlichen Verhandlung zur Regel. Dies wird auch von Spruchgerichten so praktiziert. Der Verzicht auf eine Anhörung wegen des offensichtlich unbegründeten Vorwurfs der Antragsteller, die Prüfung sei mangelhaft, widerspricht der gesetzlichen Wertung des § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG und wäre deshalb ein klarer Verfahrensfehler.

- Vgl. *Krieger*, in: Lutter/Winter, UmwG, 3. Aufl., 2004, Anh. I, § 8 SpruchG, Rn. 7; *Puszkajler*, in: Kölner Kommentar zum SpruchG, § 8 Rn. 9 ff.: „Pflicht zur Beiziehung des Prüfers“. -

(58) Darüber hinaus ist BFJM als Sachverständiger prädestiniert: Weil der Prüfer gerade keine eigene Bewertung, sondern eine Prüfung der Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich vornimmt und dabei Wertansätze und Prognosen auf ihre Plausibilität untersucht, ist er als gerichtlich bestellter Sachverständiger prädestiniert. Denn der Umfang der sachverständigen Prüfung als Angemessenheitsprüfung spricht gegen die These, der sachverständige Prüfer könne deshalb nicht zum Sachverständigen bestellt werden, weil er ggf. seine eigenen Ergebnisse korrigieren müsste. Er könnte nämlich „ohne Gesichtsverlust“ von den eigenen ursprünglichen Feststellungen abrücken, wenn er zu einer bestimmten Frage nun eine selbständige Bewertung vornimmt, die zu einem abweichenden Wertansatz eines Parameters führt.

- So *Winter*, in: Simon, SpruchG, vor § 7, Rn. 55; vgl. zur zulässigen Bestellung des Prüfers zum Sachverständigen im Spruchverfahren OLG Düsseldorf AG 2001, 533, 533; AG 2006, 754, 755. -

(59) Außerdem ist der sachverständige Prüfer aufgrund seiner Befassung mit dem zu bewertenden Unternehmen im Rahmen seiner Prüfungstätigkeit bereits mit Einzelheiten der Bewertung und den Besonderheiten des betreffenden Unternehmens und seines Geschäfts vertraut. Gründe der Verfahrensökonomie sprechen deshalb eindeutig für die Bestellung des Prüfers zum Sachverständigen, weil er seine aus der Prüfungstätigkeit gewonnenen Erkenntnisse nutzbar machen kann.

(60) Die damit verbundene Straffung und Beschleunigung des Verfahrens entsprechen auch der Intention des Gesetzgebers, der gerade aus diesem Grund die Bestellung des Prüfers zum Sachverständigen im Spruchverfahren befürwortet.

- Begründung RegE SpruchG, BT-Drucks. 15/371, S. 15. -

(61) Etwas anderes könnte nur gelten, wenn konkrete Anhaltspunkte dafür vorlägen, dass der Prüfer seinen Bericht in unvertretbarer Weise einseitig zugunsten der Antragsgegnerin erstellt hätte. Dies ist hier nicht der Fall. Auch die Antragsteller tragen solche konkreten Anhaltspunkte nicht vor, sondern erschöpfen sich in pauschalen, oftmals polemischen Unterstellungen.

4. Vorlage der Arbeitspapiere

(62) Die Antragsteller zu 1, 2, 10, 11, 16, 25, 29 und 36 fordern, alle verwendeten Arbeitspapiere aus den Bewertungsarbeiten vorzulegen (AS AST 1, S. 7; AS AST 2, S. 7; AS AST 10, S. 5; AS AST 11, S. 5; AS AST 16, S. 5; AS AST 25, S. 3; AS AST 29, S. 4; AS AST 36, S. 4 f.).

(63) Wenn die Antragsteller „ins Blaue hinein“ beantragen, ihnen bestimmte Unterlagen herauszugeben, werden Sinn und Zweck sowohl des Spruchverfahrens als auch der Prüfung durch einen gerichtlich bestellten Prüfer verkannt. Das Spruchverfahren ist kein Forum, in dem Aktionäre die Vorlage sämtlicher Bewertungsunterlagen verlangen können, um so die Bewertung in allen Einzelheiten nachvollziehen bzw. eine eigene Bewertung vornehmen zu können.

- Ständige Rspr. für eine Einsichtnahme in Unterlagen, die ein Sachverständiger im Spruchverfahren verwendet hat, OLG Düsseldorf Der Konzern 2004, 482, 485; AG 2003, 329, 332; WM 1984, 732, 738 f. -

Ein solches Verlangen ist als unzulässiger Ausforschungsbeweis zu qualifizieren.

(64) Der Antragsgegnerin ist eine Vorlage der Arbeitspapiere schon alleine deshalb nicht möglich, weil sie nicht über diese verfügt. Auch hat die Antragsgegnerin keinen entsprechenden Herausgabeanspruch. Die Arbeitspapiere sind deshalb von der Vorlagepflicht des § 7 Abs. 7 bzw. Abs. 5 Satz 2 SpruchG ausgeschlossen.

- H. M., siehe nur *Bungert/Mennicke*, BB 2003, 2021, 2028 f.; *Fritzsche/Dreier/Verfürth*, SpruchG, § 7 Rn. 84; *Klöcker/Frowein*, SpruchG, § 7 Rn. 13; *Krieger*, in: Lutter/Winter, UmwG, 3. Aufl., Anh. I, § 7 SpruchG, Rn. 14; *Puskajler*, in: Kölner Kommentar zum SpruchG, § 7, Rn. 60; *Wasmann/Roßkopf*, ZIP 2003, 1776, 1778 f.; DAV-Handelsrechtsausschuss, NZG 2003, 316, 319. -

5. Ermittlung des Unternehmenswertes anhand des IDW Standards

(65) Die Antragsteller zu 34 und 35 behaupten, geltende Grundsätze der Unternehmensbewertung seien nicht beachtet worden (AS AST 34 und 35, S. 4). Dieser pauschale Vorwurf entbehrt jeglicher Grundlage.

(66) Sowohl PwC als auch BFJM haben im Rahmen ihrer Tätigkeit den IDW Standard Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen beachtet.

- IDW Standard S 1 vom 18.10.2005. -
- (67) Unternehmensbewertungen zur Ermittlung von gesetzlich vorgeschriebenen Abfindungen werden in der Praxis anhand des IDW Standards durchgeführt. Auch die Gerichte stützen sich auf die Empfehlungen des IDW.
- Vgl. dazu exemplarisch für viele: OLG München NJOZ 2006, 3010, 3015; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 115 f. -
- (68) Darauf sind die Gerichte auch angewiesen. Um eine verlässliche Grundlage für eine Schätzung des Unternehmenswertes nach § 287 Abs. 2 ZPO zu haben, muss sich die Rechtsprechung darauf verlassen können, dass die angewandten Methoden allgemeine Berufsauffassung der Wirtschaftsprüfer sind. Gerade dies wird durch den IDW Standard gewährleistet. Es handelt sich um anerkannte Grundsätze zur Ermittlung des Unternehmenswertes.
- BayObLG DB 2006, 39, 39, siehe auch OLG Düsseldorf DB 2006, 2391, 2392. -

II. Kapitalisierungszinssatz

- (69) Die Antragsteller wenden sich gegen die festgesetzte Höhe des Kapitalisierungszinssatzes. Der Basiszinssatz und der Risikozuschlag seien jeweils zu hoch und der Wachstumsabschlag zu niedrig angesetzt worden. Der Kapitalisierungszinssatz sei deshalb insgesamt zu hoch und der Unternehmenswert deshalb zu niedrig.

Der Kapitalisierungszinssatz wurde zutreffend angesetzt, sämtliche Einwände der Antragsteller gegen den Kapitalisierungszinssatz sind nicht tragfähig und führen zu unzutreffenden Ergebnissen. Im Einzelnen:

1. Basiszinssatz mit 4,25 % nicht zu hoch angesetzt

- (70) Entgegen dem Vortrag der Antragsteller zu 1, 2, 6, 10-16, 20-22, 24, 26, 28, 31 und 41-45 (AS AST 1, S. 4, bzw. AS AST 2, S. 3; AS AST 6, S. 2; AS AST 10, S. 3; AS AST 11, S. 3; AS AST 12-15, S. 4 f.; AS AST 16, S. 3; AS AST 20-22, S. 8; AS AST 24, S. 2; AS AST 26, S. 4; AS AST 28, S. 4; AS AST 31, S. 2; AS AST 41-45, S. 5) ist der Basiszinssatz mit 4,25 % nicht zu hoch angesetzt. Die Annahme der Antragsteller zu 20-22, 26 und 28, dem Bewertungsgutachten liege ein Basiszinssatz von 4,3 % zugrunde (vgl. AS AST 20-22, S. 8; AS AST 26, S. 4; AS AST 28, S. 4), ist nicht zutreffend. Der in der gutachtlichen Stellung-

nahme in der Tabelle unter Tz. 201 angegebene Wert von 4,3 % resultiert aus einer darstellungstechnischen Rundung. Im Rahmen der Bewertung wurde jeweils mit dem genauen, auf volle ¼-Prozentpunkte gerundeten Basiszinssatz von 4,25 %, wie unter Tz. 182 der gutachtlichen Stellungnahme angegeben, gerechnet. Damit erfolgte die Rundung zugunsten der Antragsteller, so dass die Kritik unverständlich ist.

a) Bestimmung des Basiszinssatzes

- (71) Für die Ermittlung der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG wird – Bewertungspraxis und Rechtsprechung folgend –
- Vgl. nur OLG Düsseldorf, DB 1999, 681, 682 f. -
- (72) als Rendite einer Alternativinvestition auf dem Kapitalmarkt der so genannte „landesübliche Zinssatz“ für eine (quasi-) risikofreie Kapitalmarktanlage herangezogen. Daher wird für den Basiszinssatz grundsätzlich auf die langfristig erzielbare Rendite öffentlicher Anleihen abgestellt.
- IDW Standard S 1 Tz. 126. -
- (73) Bei der Bestimmung des Basiszinssatzes muss die Laufzeit der Anlage mitbedacht werden (Laufzeitäquivalenz). Sofern ein Unternehmen mit zeitlich unbegrenzter Lebensdauer bewertet wird – was bei der Ertragswertmethode unterstellt wird – müsste als Basiszinssatz die am Bewertungsstichtag beobachtbare Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe der öffentlichen Hand herangezogen werden. Als Ausgangspunkt kann vereinfachend der Rückgriff auf öffentliche Anleihen mit langen Restlaufzeiten dienen.
- *Großfeld*, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., S. 118 f. -
- Für die dabei erforderliche Wiederanlage kann zur Orientierung die aktuelle Zinsstrukturkurve herangezogen werden.
- IDW Standard S 1 Tz. 127. -
- Die Zinsstrukturkurve bildet den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und der Laufzeit ab.

(74) In der Rechtsprechung ist anerkannt, dass die Berechnung anhand der Zinsstrukturkurve interessengerecht ist. Durch das Abstellen auf die (kostenfreien und für jedermann zugänglichen) Schätzparameter einer hypothetischen Zerobond-Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank wird einer notwendigen Objektivierung, insbesondere hinsichtlich Transparenz und Interessenfreiheit, Rechnung getragen.

- Vgl. dazu auch *Jonas/Wieland-Blöse/Schiffarth*, FinanzBetrieb 2005, 647 m.w.N. -

(75) PwC hat in der gutachtlichen Stellungnahme auf die veröffentlichten aktuellen Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für den Zeitraum 01.12.2006 bis 28.02.2007 zurückgegriffen und einen einheitlichen Basiszinssatz von 4,25 % ermittelt (vgl. Rn. 180 ff. der gutachtlichen Stellungnahme). Der sachverständige Prüfer hat dies als angemessen bestätigt (vgl. S. 23 des Prüfungsberichts). Dies bedeutet nicht, dass die Zinsentwicklung bis zum Bewertungsstichtag unberücksichtigt blieb. So wurde die Veränderung des Zinsniveaus bis zum Stichtag untersucht. Daraus ergab sich kein Anpassungsbedarf. Per 03.05.2007 lag der stichtagsgenaue Basiszins bei rund 4,33 %; er wurde auf 4,25 % abgerundet.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(76) Die Antragsteller zu 20-22 kommen auf einen Basiszinssatz von 4,15 %, weil sie lediglich auf öffentliche Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit abstellen (AS AST 20-22, S. 8). Unter der gleichen Prämisse gelangen die Antragsteller zu 41-45 auf einen Zinssatz von 4,20 % (AS AST 41-45, S. 5). Diese unterschiedlichen Ergebnisse bei angeblich gleicher Berechnung belegen die Beliebigkeit des Vortrags. Im Übrigen stehen die Antragsteller mit dieser Ansicht in Widerspruch zu Bewertungspraxis und Rechtsprechung. Die Bemessung des Basiszinssatzes anhand der zum Bewertungsstichtag erzielbaren Renditen öffentlicher Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit ist methodisch falsch, weil aufgrund der Annahme der unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens und der geforderten Laufzeitäquivalenz eine Wiederanlage zu berücksichtigen ist.

- BayObLG, NZG 2001, 1033, 1035. -

(77) Der Hinweis der Antragsteller zu 12-15 auf mögliche Zinssatzreduktionen aufgrund der Subprime-Krise (AS AST 12-15, S. 5) ist nicht tragfähig: Die US-Immobilien-Krise wurde erst im Sommer 2007 bekannt, nachdem die bis dahin steigenden Immobilienpreise in den USA stagnierten oder sogar fielen, während gleichzeitig immer mehr Kreditnehmer ihre Kreditraten nicht mehr bedienen konnten. Auswirkungen in Deutschland waren erst im Spätsommer und Herbst 2007 zu spüren. Für den hier maßgeblichen Bewertungsstichtag des 03.05.2007 kann diese Krise damit keine Rolle spielen. Im Übrigen ist darauf hinzuweisen, dass durch die genannte Krise bis heute keine Zinssatzreduktion im Basiszinssatz feststellbar ist.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

b) Keine unzulässige Rundung

(78) Der Basiszinssatz wurde – entgegen des Vortrages des Antragstellers zu 33 (AS AST 33, S. 3) – auch nicht durch eine unzulässige Rundung erhöht.

(79) Die von PwC vorgenommene Rundung bei der Ableitung des Basiszinssatzes trägt der Tatsache Rechnung, dass der Basiszinssatz u.a. unabhängig von kurzfristigen Marktschwankungen ermittelt werden soll. Die Vorgehensweise steht im Einklang mit den Empfehlungen des IDW, wie sie in der 86. Sitzung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung (AKU) am 29.05.2005 festgelegt wurden. Die Rundung erfolgt nach kaufmännischen Grundsätzen, jeweils auf volle ¼-Prozent.

- Berichterstattung über die 86. Sitzung des AKU zu Eckdaten zur Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes im Rahmen der Unternehmensbewertung, IDW-FN 2005, S. 555, 556. -

Weil der stichtagsgenaue Basiszins per 03.05.2007 bei rund 4,33 % lag, erfolgte eine Abrundung auf 4,25 %. Insoweit ist im vorliegenden Fall aufgrund der Rundungsrichtung zugunsten der Antragsteller deren Vortrag völlig unverständlich.

(80) Die Rundung widerspricht auch nicht den vom Bundesverfassungsgericht (BVerfG, DB 1999, 1693) vorgegebenen Grundsätzen der vollen wirt-

schaftlichen Entschädigung. Der Unternehmenswert muss anhand allgemeiner Rechenmodelle ermittelt werden. Deren Ergebnisse bleiben aber dennotwendig immer nur Näherungswerte, da konkretere Daten für das Unternehmen nicht vorliegen. So erkennt auch die höchstrichterliche Rechtsprechung an, dass jedes Ergebnis letztlich nur eine Schätzung des Unternehmenswertes darstellt.

- Jüngst OLG München AG 2008, 28, 29; AG 2008, 37, 38; BayObLG, NZG 2006, 156, 157. -

(81) Es ist deshalb hinzunehmen, dass eine Bandbreite unterschiedlicher Werte als Grundlage der angemessenen Abfindung existiert.

- BayObLG, NZG 2006, 156, 157; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 712, 714. -

(82) Der Wert eines Unternehmens ist keine feste mathematisch korrekt bestimmbare Größe, sondern ein Näherungswert, der durch die Einhaltung gewisser Rechenmodelle – wie des IDW-Standards – ermittelt wird. Rundungen sind allein schon aus Praktikabilitätsgründen und zur Vermeidung einer Scheingenauigkeit der einzelnen Komponenten des Bewertungskalküls notwendig.

- *Jonas/Wieland-Blöse/Schiffarth*, FinanzBetrieb 2005, 647, 653. -

(83) Auch BFJM bestätigt die vorgenommene Rundung als unbedenklich (vgl. S. 23 des Prüfungsberichts).

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

c) Berücksichtigung des Stichtagsprinzips

(84) Die Antragsteller zu 1 und 2, 10, 11, 16 sowie 31 wenden ein, den Minderheitsaktionären stünden nicht Anlagen zu historischen Durchschnittssätzen zur Verfügung, sondern ausschließlich Anlagen zu aktuell gültigen Zinssätzen (AS AST 1, S. 4 bzw. AS AST 2, S. 3; AS AST 10, S. 3; AS AST 11, S. 3; AS AST 16, S. 3; AS AST 31, S. 2).

- (85) Weil die Zinsstrukturkurve für den jeweiligen Stichtag zugrunde gelegt wird, ist diese Kritik nicht berechtigt. Die Antragsteller setzen sich zudem mit der Auffassung, für die Höhe des Basiszinssatzes sei allein die am Bewertungsstichtag erzielbare Rendite entscheidend, in klaren Widerspruch zur ständigen Rechtsprechung, die den Basiszinssatz nach der aus Sicht des Stichtags auf Dauer zu erwartenden Rendite risikoarmer festverzinslicher Wertpapiere ermittelt.
- Siehe nur OLG München, ZIP 2007, 375, 378; OLG Karlsruhe, AG 2005, 45, 48; OLG Stuttgart DB 2003, 2429, 2430; AG 2000, 428, 431; OLG Düsseldorf NZG 2000, 693, 695; ZIP 1988, 1555, 1560, mit ausführlicher Begründung; ferner BayObLG, ZIP 2001, 1999, 2001; AG 2002, 388, 389; OLG Düsseldorf, AG 2003, 329, 332 f.; LG Dortmund, AG 1996, 427, 429; LG Stuttgart, AG 2005, 450, 451. -

2. Risikozuschlag

Auch der angesetzte Risikozuschlag von 5,5 % ist angemessen.

a) Ansatz des Risikozuschlags erforderlich

- (86) Die Antragsteller zu 3, 7, 19, 23, 30, 34 und 35 wenden sich bereits grundsätzlich gegen den Ansatz eines Risikozuschlags (vgl. Schriftsatz AST 3 vom 14.12. 2007, S. 9, S. 3 des AS AST 7; AS AST 19, S. 4; AS AST 23, S. 4; AS AST 30, S. 9; AS AST 34 und 35, S. 6). Dieser Einwand ist nicht gerechtfertigt. Auch der Hinweis der Antragsteller zu 26 und zu 28, Chancen und Risiken würden sich ausgleichen (AS AST 26, S. 5; AS AST 28, S. 5) überzeugt nicht.
- (87) Nach den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre und nach der ständigen Rechtsprechung ist der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag zu erhöhen.
- Siehe etwa BGH, WM 1982, 17, 18; BayObLG, ZIP 2001, 1999, 2001; OLG Düsseldorf, ZIP 1988, 1555, 1560 f.; AG 1999, 321, 323 f.; NZG 2000, 693, 696; AG 2003, 329, 333; LG Mannheim, AG 2000, 85, 86. -

Die von den Antragstellern zu 7, 19, 23, 26, 28, 34 und 35 zitierten Entscheidungen sind eine absolute Mindermeinung, die der einhelligen Rechtsprechung und Bewertungspraxis widersprechen.

(88)

PwC hat bei der Bewertung der Cycos AG die unternehmerischen Risiken adäquat zu dem Chancen- und Risikoprofil bei der Bemessung der Prognoseergebnisse beim Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt, nicht aber durch zusätzliche Abschläge bei der Prognose der Zukunftserfolge. Die Prognoseergebnisse spiegeln Erwartungswerte wider, d.h. eine ausgewogene Risiko-Chancen-Struktur. Damit entfällt der Einwand der Antragsteller zu 26 und 28, das Risiko sei zweifach berücksichtigt worden (AS AST 26, S. 5; AS AST 28, S. 5). Es ist hier lediglich einmal, nämlich im Rahmen des Risikozuschlags angesetzt.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(89)

Gegen den generellen Ansatz eines Risikozuschlags wendet sich auch der Antragsteller zu 6 (Seite 2 f. seines Schriftsatzes vom 13.11.2007), wenn er die Anlagen am Aktien- und Rentenmarkt gegenüberstellt und fragt, warum es überhaupt noch eine Anlage in Renten gebe, wenn doch am Aktienmarkt jährlich 130 % mehr Rendite zu erzielen sei. Die Antragsteller zu 3 und zu 30 behaupten, auf lange Sicht hielten sich Risiken und Chancen der wirtschaftlichen Betätigung auf einem Spezialgebiet der Informationstechnologie in etwa die Waage (Schriftsatz AST 3 vom 14.12.2007, S. 9; AS AST 30, S. 9).

(90)

Bei diesen Vorwürfen verkennen die Antragsteller den Sinn des Risikozuschlags. Der Basiszinssatz bezieht sich auf als sicher eingeschätzte öffentliche Anleihen. Er ist also der Preis für die zeitweise Überlassung des Geldes „quasi“ ohne Verlustrisiko. Bei der Anlage in einem Unternehmen ist die Risikosituation eine andere. Zukünftige Überschüsse sind nicht sicher vorauszusagen, es kann sogar zum Totalverlust kommen. Außergewöhnliche Ereignisse sind nicht auszuschließen. Man denke an Betriebsstörungen durch höhere Gewalt (u.a. auch Terroranschläge), an Substanzverluste aus Betriebsstilllegungen, Aufwendungen für Umstrukturierungen und Veränderungen in der Belegschaft sowie markt- und wettbewerbssei-

tige Veränderungen. Man denke aber auch an wirtschaftliche oder technische Revolutionen.

- *Großfeld*, Unternehmens- und Anteilsbewertung, S. 122 f. -

(91) Der Risikozuschlag bildet daher die höhere Verzinsung von risikoreichen Unternehmenstiteln gegenüber einer risikofreien Anlage in festverzinsliche Wertpapiere ab. Diese Höherverzinsung wird durch empirische Studien bestätigt und von der betriebswirtschaftlichen und rechtswissenschaftlichen Literatur anerkannt.

- Vgl. bspw. IDW Standard S 1, Tz. 96 ff; *Widmann/Schieszl/Jeromin*, FinanzBetrieb 2003, 800, 804 und 806, *Munkert*, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 199 ff. -

(92) Auf einen Risikozuschlag kann nicht verzichtet werden, weil sonst die aufgezeigten Risiken nicht angemessen berücksichtigt und Unternehmenstitel mit quasi-sicheren Anleihen gleichgestellt würden.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

b) Tax-CAPM

aa) Grundsätzliche Anwendung des CAPM

(93) Die Antragsteller zu 39 und 41-45 kritisieren die grundsätzliche Anwendung des CAPM („Capital Asset Pricing-Model“ –Kapitalmarktpreisbildungsmodell zum Zusammenhang zwischen der erwarteten Rendite und dem Risiko auf einem gut funktionierenden Kapitalmarkt) (AS AST 39, S. 3; AS AST 41-45, S. 7 f.) und damit auch des hier angewendeten Tax-CAPM als bloße Modifikation des CAPM.

(94) Schlicht falsch ist die Behauptung, das LG Dortmund habe festgestellt, das CAPM sei keine geeignete Berechnungsgrundlage für eine Marktrisikoprämie (vgl. AS AST 39, S. 3). Die Kammer gelangt lediglich zu dem Ergebnis, dass „schwerlich ein überzeugen-

der Grund erkennbar [sei], das CAPM-Modell anderen Verfahren zur Bemessung des Risikozuschlags vorzuziehen“.

- LG Dortmund, AG 2007, 792, 795. -

Daraus kann jedoch nicht der Schluss auf die Ungeeignetheit dieses Modells gezogen werden.

(95)

Etwas anderes belegen auch die Fundstellen nicht, die von den Antragstellern zu 41-45 zitiert wurden (vgl. AS AST 41-45, S. 7). Zum einen zitieren sie eine Studie aus dem Jahr 1977, die keine Aussagekraft für den aktuellen Kenntnisstand der Unternehmensbewertung hat. Zum anderen verweisen die Antragsteller auf eine Entscheidung des LG Frankfurts, bei der sie keine Fundstelle angeben. Sollten sich die Ausführungen der Antragsteller auf den Beschluss des LG Frankfurt mit dem Az. 3-5 O 153/04 beziehen,

- LG Frankfurt, AG 2007, 42, 45 f. -

ist festzustellen, dass diese Einzelfallentscheidung die Anwendung des Tax-CAPM lediglich beim Squeeze-out im konkreten Einzelfall betrifft. Es sagt jedoch nichts über die Anwendung des Tax-CAPM beim Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag aus, wobei klarstellend darauf hingewiesen sei, dass die herrschende Rechtsprechung das CAPM auch beim Squeeze-out als zulässiges Modell ansieht.

- Vgl. statt vieler: OLG Stuttgart, NZG 2007, 302, 307. -

(96)

Der ganz überwiegende Teil der Rechtsprechung sieht das CAPM als tragfähig an. Das Landgericht Köln akzeptiert die Verwendung des CAPM.

- LG Köln Beschluss vom 28.06.2004, Az. 82 O 90/03, abrufbar unter BeckRS-Frankfurter Redaktion.

(97)

Auch das Oberlandesgericht Düsseldorf bestätigte mehrfach, dass die Herleitung des Risikozuschlags nach den Grundsätzen des CAPM überzeugt.

- OLG Düsseldorf NJW-RR 2006, 541, 543; OLG Düsseldorf Beschluss vom 31.03.2006, Az. 26 W 5/06, abrufbar unter BeckRS-Frankfurter Redaktion.

(98) Das Oberlandesgericht Stuttgart beurteilt die Berechnung nach dem CAPM sogar als methodisch transparenter und damit gegenüber anderen Berechnungsmethoden vorzugswürdig.

- OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 117. -

(99) Auch wenn das CAPM auf vereinfachenden Annahmen aufbaut, wird die grundsätzliche Eignung des CAPM für die Unternehmensbewertung in Wissenschaft und Praxis nicht angezweifelt.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

Wie jedes Modell ist das CAPM ein abstraktes Modell, das auf Prämissen beruht, die möglicherweise in der Praxis nicht in jedem Einzelfall zutreffen. Das CAPM erklärt aber die Funktionsweise des Kapitalmarktes bestmöglich. Ein überzeugenderer Ansatz zur Ermittlung des Risikozuschlags hat sich bisher nicht etabliert.

(100) Deshalb ist es nicht gerechtfertigt, die Berechnung nach dem CAPM als anderen Modellen unterlegen zu bezeichnen. Es bleibt bei der Regel des BGH, dass es dem pflichtgemäßen Urteil der Bewertungsfachleute unterliegt, unter den in der Betriebswirtschaftslehre und -praxis vertretenen Verfahren das im Einzelfall geeignet erscheinende auszuwählen.

- BGH NJW 1978, 1316, 1319; so neuestens ausdrücklich auch wieder OLG Stuttgart AG 2006, 420 ff. -

Beim gegenwärtigen Diskussionsstand ist deshalb keine der beiden Methoden – CAPM oder freie Schätzung des Risikozuschlags – als solche nicht sachgerecht. Das CAPM ist aber methodisch transparenter als jede freie Schätzung

- OLG Stuttgart, NZG 2007, 112/117. -

und eine belastbare, intersubjektiv nachprüfbare Schätzung setzt ebenfalls solide Grundlagen voraus, auf denen diese Schätzung beruht.

bb) Anwendung des Tax-CAPM

(101) Der Antragsteller zu 6 wendet sich gegen die grundsätzliche Anwendung des Tax-CAPM und behauptet, dieses Modell verstoße gegen das Gebot der vollen Abfindung (vgl. AS AST 6, Seite 2). Auch die Antragsteller zu 41-45 wenden sich gegen die Anwendung dieses Modells (vgl. AS AST 41-45, S. 7 und 8).

(102) Dem ist entgegenzutreten. Der zugrunde liegende IDW Standard S 1 in der Fassung vom 18.10.2005 sieht die Anwendung des Tax-CAPM ausdrücklich vor.

(103) Aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen können mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) Risikoprämien abgeleitet werden. Aktienrenditen und Risikoprämien werden grundsätzlich von Ertragsteuern beeinflusst. Das CAPM stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Wirkungen von persönlichen Ertragsteuern erklärt werden. Das Tax-CAPM erweitert das Standard-CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern. Hierdurch kann insbesondere auch die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen abgebildet werden.

- IDW Standard S 1 vom 18.10.2005, Tz. 128 f;
Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPg 2004, 889, 892. -

(104) Der IDW Standard S 1 mit Stand vom 18.10.2005 hat die Entwicklungen, die seit dem Standard IDW S 1 vom 28.06.2000 eingetreten sind, aufgenommen. Damit wurden veränderte Rahmenbedingungen, die durch die Einführung des Halbeinkünfteverfahrens entstanden sind, in konsequenter Weise in die Nachsteuerbetrachtung integriert.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

Das CAPM in seiner Standardform ohne Berücksichtigung der Wirkungen von persönlichen Ertragsteuern ist für Steuersysteme geeignet, in denen die verschiedenen Einkunftsarten relativ homogen besteuert werden. Dies ist in Deutschland wegen des zum Bewertungsstichtag geltenden Halbeinkünfteverfahrens jedoch nicht der Fall. Seit Geltung des steuerlichen Halbeinkünfteverfahrens und der hieraus resultierenden unterschiedlichen Besteuerung von Zins- und Dividendeneinkünften sowie Kursgewinnen führt nur die Anwendung des Tax-CAPM zu einer realitätsgerechten Abbildung dieser steuerlichen Zusammenhänge.

- Dausend/Schmitt, FinanzBetrieb, 2006, 153 ff. -

c) Keine Begrenzung des Risikozuschlags auf 2 %

(105)

Die Antragsteller zu 7, 19-23, 26, 28, 32-35 und 41-45 wenden sich gegen die Höhe des Risikozuschlags (AS AST 7, S. 3; AS AST 19, S. 4; AS AST 20-22, S. 8; AS AST 23, S. 4; AS AST 26, S. 5; AS AST 28, S. 5; AS AST 32, S. 2; AS AST 33, S. 5; AS AST 34 und 35, S. 6; AS AST 41-45, S. 7, wobei AST 41-45 von der Marktrisikoprämie sprechen. Es ist allerdings davon auszugehen, dass sie den Risikozuschlag meinen, da sich die von ihnen zitierten Fundstellen auf eben diesen beziehen). Im Einzelnen tragen die Antragsteller zu 7, 19, 23, 26, 28, 33-35 vor, der angesetzte Risikozuschlag von mehr als 2 % hätte einer besonderen Begründung bedurft und berufen sich dafür auf eine Entscheidung des BayObLG (vom 28.10.2005, Az. 3 Z BR 071/00). Die Antragsteller zu 34 und 35 berufen sich zusätzlich noch auf eine Entscheidung des OLG Koblenz (vom 05.04.2007, Az. 6 U 342/04) sowie die Antragsteller zu 26, und 41-45 auf eine Entscheidung des LG Frankfurt (vom 21.03.2006, Az. 3-5 O 153/04).

(106)

Die Antragsteller übersehen, dass neueste Rechtsprechung eine solche Begründung für einen Risikozuschlag von mehr als 2 % nicht fordert. Das Oberlandesgericht Stuttgart hat ohne besondere Begründung einen Risikozuschlag von 5,4 % zugelassen.

- OLG Stuttgart, NZG 2007, 112, 115. -

(107) Auch die von den Antragstellern zitierten Entscheidungen des OLG Koblenz sowie des LG Frankfurt besagen nichts anderes. Eine eigenständige Erklärung, wann ein Risikozuschlag von mehr als 2 % (warum gerade 2 %?) begründungsbedürftig sei, liefern die Gerichte nicht. Sie verweisen stattdessen auf die oben zitierte Entscheidung des BayObLG. Diese ist aber auf die vorliegende Situation nicht übertragbar, was durch die neuere Entscheidung des OLG Stuttgart bestätigt wurde. Der Verweis der Antragsteller 26 und 28 auf eine Entscheidung des OLG München, NJOZ 2006, 3010 ff. (AS AST 26, S. 5; AS AST 28, S. 6) muss ein Fehlzitat sein, weil die Entscheidung keine Aussagen über die anzunehmende Höhe des Risikozuschlags trifft.

(108) Die Entscheidung des BayObLG, die Risikozuschläge von über 2 % für besonders begründungsbedürftig hält, ist zudem auf der Grundlage des HFA 2/1983, dem Vorgängerstandard des jetzigen IDW Standard S 1, bei dem spezielle Risiken bereits bei der Berücksichtigung des Zukunftserfolgs zu berücksichtigen waren, ergangen und deshalb auf den hiesigen Fall nicht übertragbar. Diese Nichtübertragbarkeit der Entscheidung des BayObLG ist auch obergerichtlich bestätigt.

- OLG Stuttgart, NZG 2007, 112, 117. -

Damit ist auch die Rechtsprechung des OLG Koblenz und des LG Frankfurt hinfällig.

(109) Entsprechendes gilt für das Vorbringen der Antragsteller zu 7, 19 und 23, dass von der einschlägigen Rechtsprechung geringere Risikozuschläge angesetzt worden seien (AS AST 7, S. 3; AS AST 19, S. 4; AS AST 23, S. 4). Dieser Einwand ist schon deshalb gegenstandslos, weil die Antragsteller – abgesehen von einer Entscheidung aus dem Jahre 2002 – ausschließlich Rechtsprechung zitieren, die aus den Jahren 1990 bis 1996 stammt. Auch die zitierten Entscheidungen der Antragsteller zu 32 und 33 aus dem wörtlichen Zitat aus *Großfeld* sind älteren Datums, nämlich – bis auf zwei neuere Entscheidungen aus dem Jahr 2000 – aus den Jahren 1978-1999.

- Vgl. *Großfeld*, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., S. 130, Fn. 2-12. -

(110) Die Antragsteller zu 20-22 verweisen auf einen Beschluss des LG Frankfurt am Main (Az. 3-5 O 174/04) (AS AST 20-22, S. 9).

(111) Der von den Antragstellern zitierte Auszug ist wenig aussagekräftig und zudem offensichtlich nicht korrekt zitiert. Unter dem Az. 3-5 O 174/04 hat das LG Frankfurt am Main – nach eigener Auskunft des Gerichts uns gegenüber – lediglich einen Beschluss vom 13.11.2007 erlassen. In dieser Entscheidung ist die von den Antragstellern zitierte Aussage aber nicht zu finden. Selbst unterstellt, das Zitat der Antragsteller sei korrekt, geht aus der Fundstelle nicht hervor, gegen welche Faktoren des Risikozuschlags (Marktrisikoprämie, Betafaktor) sich das Gericht wendet. Außerdem erhebt es lediglich Zweifel an einem Risikozuschlag in einem konkreten Fall. Im Übrigen berücksichtigt der Beschluss des LG Frankfurt – so wie ihn die Antragsteller zu 20-22 zitieren – bei der Berechnung des Betafaktors zu Unrecht gerade die Strukturmaßnahme, die Anlass der Bewertung war. Diese hat jedoch als echter Synergieeffekt unberücksichtigt zu bleiben (vgl. dazu auch unten, unter Rn 242 ff.).

d) Angemessene Marktrisikoprämie

(112) Fast alle Antragsteller sind der Auffassung, eine Marktrisikoprämie von 5,5 % sei überzogen (AS AST 1, S. 3; AS AST 2, S. 3; Schriftsatz AST 3 vom 14.12.2007, S. 7; AS AST 4 und 5, S. 6; AS AST 6, S. 2; AS AST 7, S. 2 f.; AS AST 8, S. 2; AS AST 9, S. 2; AS AST 10, S. 2 f.; AS AST 11, S. 2 f.; AS AST 12-15, S. 5 f.; AS AST 16, S. 2 f.; AS AST 17, S. 3; AS AST 18, S. 3; AS AST 19, S. 3 f.; AS AST 20-22, S. 8; AS AST 23, S. 3 f.; AS AST 24, S. 2; AS AST 25, S. 3; AS AST 26, S. 5; AS AST 27, S. 3; AS AST 28, S. 6; AS AST 30, S. 7; AS AST 31, S. 3; AS AST 32, S. 3; AS AST 33, S. 4 f.; AS AST 34 und 35, S. 6; AS AST 37 und 38, S. 2; AS AST 39, S. 3; AS AST 41-45, S. 5 und 7). Dieser Vorwurf ist unbegründet.

aa) Beleg durch empirische Studien

(113) Die Kritik der Antragsteller berücksichtigt nicht, dass es sich bei der Festlegung der Marktrisikoprämie nicht um eine feste, mathematisch exakt berechenbare Größe handelt, sondern um eine Ab-

schätzung im Wege der Prognose mit der Folge, dass eine Bandbreite unterschiedlicher Werte existiert.

- Vgl. jüngst OLG München AG 2008, 28, 29; AG 2008, 37, 38; BayObLG, AG 2006, 41, 42. -

(114)

Damit ist eine zukunftsorientierte Schätzung der Risikoprämie erforderlich, wobei der Mittelwert der historischen Renditezeitreihe eine gute Ausgangsbasis ist. Diese weltweit in der Praxis am weitesten verbreitete Vorgehensweise der Schätzung auf der Grundlage historischer Renditezeitreihen zeichnet sich vor allem dadurch aus, dass als Folge der regelmäßigen Aktualisierung der Schätzungen eine relativ große gesicherte Datenbasis vorliegt. Außerdem hat bereits eine vergleichsweise intensive wissenschaftliche Diskussion stattgefunden.

- *Stehle*, WPg 2004, 906, 910. -

(115)

Der Zeitraum von 1955 bis 2003 ist ein repräsentativer Betrachtungszeitraum für die Prognose der zukünftigen Aktienkursentwicklung. Für diesen Zeitraum kann auf der Basis arithmetischer Durchschnittswerte für den C-Dax gegenüber Bundeswertpapieren eine Marktrisikoprämie nach persönlicher Einkommensteuer von 6,7 % ermittelt werden. *Stehle* geht davon aus, dass die zukünftige Marktrisikoprämie geringfügig unterhalb dieser historischen Marktrisikoprämie liegen wird. Gründe sind die heute größeren Möglichkeiten der Risikoreduzierung durch Diversifikation im Vergleich zu den 1950er bis 1980er Jahren und das in Zukunft eventuell niedrigere Risiko von Kursschwankungen bei Aktien. Daher erscheint ein Abschlag von 1 bis 1,5 % vom historischen Wert (6,7 %) sinnvoll. Die entsprechende Risikoprämie nach Steuern liegt somit zwischen 5,0 % und 6,0 % und kann mit dem Mittelwert von 5,5 % festgesetzt werden.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

- *Stehle*, WPg, 2004, 906, 911, 921. -

(116)

Empirische Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt, aus denen sich historisch die hier zugrunde gelegte durchschnittliche Marktrisikoprämie vor Steuern von 4 % bis 7 % herleiten lässt, sind in der folgenden Übersicht wiedergegeben:

Marktrisikoprämie (geometrisches Mittel) auf Basis nominaler Bond- und Aktienrenditen (vor Steuer)		
<i>Autor</i>	<i>Periode</i>	<i>Risikoprämie</i>
	<i>Jahre</i>	<i>%</i>
Bimberg (1991)	1954 - 1988	5,3
Conen/Väth (1993)	1949 - 1992	6,8
Morawietz (1994)	1950 - 1992	4,4
Stehle/Hartmond (1991)	1954 - 1988	4,6
Stehle (1999)	1967 - 1998	4,1
Stehle (2003)	1967 - 1998	4,4

Marktrisikoprämie (arithmetisches Mittel) auf Basis nominaler Bond- und Aktienrenditen (vor Steuer)		
<i>Autor</i>	<i>Periode</i>	<i>Risikoprämie</i>
	<i>Jahre</i>	<i>%</i>
Bimberg (1991)	1954 - 1988	8,1
Conen (1995)	1959 - 1992	10,3
Morawietz (1994)	1950 - 1992	-
Stehle/Hartmond (1991)	1954 - 1988	-
Stehle (1999)	1967 - 1998	6,7
Stehle (2003)	1967 - 1998	7,0

- Vgl. *Bimberg*, Langfristige Renditeberechnungen zur Ermittlung von Risikoprämien, 2. Aufl., S. 131; *Conen/Väth*, Die Bank 1993, 642 ff.; *Conen*, Risikoprämien am deutschen Kapitalmarkt, Ein Überblick der Renditen für Aktien und Anleihen seit 1875; *Morawietz*, Rentabilität und Risiko deutscher Aktien- und Rentenanlagen seit 1870, S. 176; *Stehle/Hartmond*, Kredit und Kapital 1991, 371 ff.; *Stehle*, WPg, 2004, 906 ff., *Stehle*, Renditevergleich von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren auf Basis des DAX und des REXP, Humboldt-Universität zu Berlin 1999 bzw. unter Verwendung aktualisierter Renditenberechnungen (Stand Januar 2003), abrufbar unter www.wiwi.hu-berlin.de/finance/material/forschung/dax_rex.pdf -

(117)

Wie bereits angeführt, zeigen Kapitalmarktuntersuchungen über langjährige Betrachtungszeiträume, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit eine im Durchschnitt rund 4 % bis deutlich über 7 % höhere Rendite erzielten als Anlagen in risikoarmen Gläubigerpapieren. Zwar gelangen einzelne Studien auch zu Überrenditen deutlich außerhalb dieser Bandbreite, allerdings weisen diese Arbeiten entweder zu kurze Betrachtungszeiträume oder methodische Fehler auf. Die oben angeführte Auswahl von Marktrisikoprämien auf Basis des arithmetischen Mittels zeigt allerdings auch, dass an-

dere Untersuchungen eher über dem von PwC angesetzten Wert liegen.

(118)

Auch in der Literatur ist wiederholt darauf hingewiesen worden, dass die Marktrisikoprämie in Deutschland bis zu 6 % beträgt.

- Vgl. *Ballwieser*, WPg 1995, 119, 123; *ders.*, DB 1997, 2393, 2394; *ders.*, WPg 1998, 81, 82; *Baetge/Niemeyer/Kümmel*, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 293; *Lüdenbach* INF 19/2001, 596, 600; *Wagner* in: WP-Handbuch, Bd. II, 13. Aufl., A, Rn. 299; *Widmann/Schieszl/Jeromin*, FinanzBetrieb 2003, 800, 805 mit weit. Nachw. -

(119)

Im Ergebnis zeigen die vorgenannten Untersuchungen, dass die in der Vergangenheit gemessenen Marktrisikoprämien die im Vertragsbericht erwähnten Werte von 4 % bis 7 % unterlegen.

- Vgl. *Ballwieser*, WPg 2002, 736 ff. -

(120)

Der Antragsteller zu 33 spricht von methodischen Fehlern in der *Stehle*-Studie (vgl. AS AST 33, S. 4). Diese spezifiziert er jedoch in keiner Weise. Damit ist der Vorwurf bereits unsubstantiiert. Auch zweifelt in Bewertungskreisen niemand an der Fachkenntnis von *Stehle*, einem Hochschullehrer von internationalem Renommee. So hat das Deutsche Aktieninstitut allein den „*Stehle* Dax“ als eine geeignete Grundlage für langfristige Renditevergleiche auf DAX-Basis für Zeiträume bis 1988 bezeichnet.

- *Aktie versus Rendite, aktuelle Renditevergleiche zwischen Aktien und festverzinslichen Wertpapieren*, Heft 26 der Studien des Deutschen Aktieninstituts, hrsg. Von Prof. Rüdiger von Rosen, Juli 2004, S. 26. -

(121)

Zurückzuweisen ist insbesondere der Vorwurf einer angeblichen Befangenheit von *Stehle* (AS AST 33, S. 3 sowie AS AST 41-45, S. 7). Zunächst ist *Stehle* in diesem Verfahren nicht beteiligt, so dass sich die Frage einer Befangenheit ohnehin nicht stellt. Hinzu kommt, dass eine Ablehnung als Sachverständiger in einem Ver-

fahren, zu dem der Antragsteller keine näheren Angaben macht, mit diesem Verfahren in keinem Zusammenhang steht.

(122)

Das IDW hat sich der Studie von *Stehle* in vollem Umfang angeschlossen. Der Arbeitskreis Unternehmensbewertung (AKU) beim IDW hat in seiner Berichterstattung über die 84. Sitzung am 10. Dezember 2004 zu den „Eckdaten zur Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes im Rahmen der Unternehmensbewertung“ auf Grundlage der Studie von *Stehle* zur Marktrisikoprämie Stellung genommen. Diese Verlautbarung ist in den IDW Fachnachrichten veröffentlicht.

- IDW-FN 1-2 v. 8.2.2005, S. 70 f. -

(123)

Zudem hat *Stehle* die Ergebnisse seiner Studie auf einem vom IDW veranstalteten ganztägigen Workshop zur Weiterentwicklung der Grundsätze zur Unternehmensbewertung am 13.10.2004 einem ausgewählten Kreis von Hochschullehrern mit Schwerpunkt Unternehmensbewertung vorgestellt. Die fachliche Diskussion von rund 25 namhaften Vertretern aus Forschung und Lehre auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung sowie eine Erörterung mit Praktikern auf einer Arbeitstagung des IDW haben ergeben, dass Marktrisikoprämien, wie sie etwa aus den Forschungsergebnissen von *Stehle* abgeleitet werden können, als geeignete Grundlage für Unternehmensbewertungen anzusehen sind.

(124)

Soweit sich die Antragsteller zu 8 und 9 gegen die Heranziehung der Studie von *Stehle* aussprechen, weil dort für den Performance-Vergleich zwischen Aktien und Anleihen der Rentenindex REXP als Benchmark gewählt wurde (vgl. S. 2, AS AST 8 bzw. AS AST 9), ist dem zu widersprechen. Denn der REXP ist der Rentenindex und stellt das Pendant zum DAX dar. Der REXP misst die Wertentwicklung deutscher Staatsanleihen und ist aus idealtypischen Anleihen mit ganzzahligen Laufzeiten von ein bis zehn Jahren und je drei Kupontypen von 6 %, 7,5 % und 9 % zusammengesetzt. Er entspricht also in seiner Zusammensetzung einem synthetischen Anlageportfolio mit konstanter Laufzeitenstruktur. Die Änderungsraten des REXP können vor diesem Hintergrund generell als Ren-

diten aus einem Portefeuille (Total Returns) aus Bundeswertpapieren interpretiert werden.

- Vgl. *Stehle*, WPg 2004, 906, 920. -

Die Antragsteller zu 17, 18 sowie 27 kritisieren, die Marktrisikoprämie werde überhöht festgelegt, weil die Jahre der Wertvernichtung durch Weltwirtschaftskrise, 2. Weltkrieg und Währungsreform 1948 ausgeblendet würden (AS AST 17, S. 3; AS AST 18, S. 3; AS AST 27, S. 3). Die Ausblendung dieser Zeiten macht durchaus Sinn, weil es sich um äußerst turbulente Zeiten handelte. Da sowohl die äußerst positiven Jahre von 1948-1954 als auch die negativen Zeiten der Weltwirtschaftskrise und des Zweiten Weltkrieges und die daraus folgenden Übertreibungen in beide Richtungen nicht berücksichtigt werden, ist gegen dieses Vorgehen nichts einzuwenden. Bei der Kursentwicklung der Jahre 1948 bis 1954 handelt es sich um einen im Wesentlichen von externen Schocks gekennzeichneten Zeitraum, der wohl einmaligen Charakter hat. Bezüglich dieses Zeitraums liegen hinsichtlich der Marktrisikoprämie derzeit keine validen empirischen Untersuchungen vor. Ob und wie eine Einbeziehung dieses Zeitraums in die Ermittlung einer Marktrisikoprämie einfließen sollte, bezeichnet *Stehle* selbst als diskussionswürdig.

- *Stehle*, WPg 2004, 906, 920. -

(125)

Ebenso weist er daraufhin, dass eine Einbeziehung der Jahre 1948 bis 1954 in die Untersuchung zu einem höheren Schätzwert für die Risikoprämie führen würde.

- *Stehle*, WPg 2004, 906, 920. -

(126)

Entgegen der Antragsteller zu 37 und 38 (AS AST 37 und 38, S. 2 f.) vergleichen die empirischen Untersuchungen zu Marktrisikoprämien nicht ex-post-Renditen von Aktien mit niedrig erwarteten ex-ante-Renditen von sicheren Anlagen.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(127) Die Antragsteller belegen diese Behauptung nicht und können dies auch nicht. Denn in den empirischen Untersuchungen werden ex-post-Renditen von Aktien mit ex-post-Renditen von Anleihen verglichen, wie z.B. in der Studie von *Stehle* aus dem Jahr 1999, in der die Rendite der festverzinslichen Wertpapiere aus den Änderungsraten des REXP abgeleitet wird. Unabhängig davon ist hervorzuheben, dass es sich bei Kursgewinnen von Anleihen infolge von Zinsniveausenkungen nicht um risikolose Gewinne handelt. Chancen auf Kursgewinnen stehen immer auch Risiken von Kursverlusten gegenüber.

(128) Die Antragsteller zu 12-15 kritisieren, dass gerade auf den Mittelwert einer Bandbreite abgestellt wurde (AS AST 12-15, S. 5). Fehlen genauere Faktoren, die eine Bemessung anhand des oberen oder unteren Endes der vom IDW empfohlenen Bandbreite von 5 % bis 6 % rechtfertigen, so ist der Durchschnittswert zugrunde zu legen. Dieses Vorgehen ist nicht nur betriebswirtschaftlich korrekt, sondern wird auch allen Beteiligten am besten gerecht.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

bb) Keine Widerlegung durch empirische Studien

(129) Die von verschiedensten Antragstellern angeführten Studien belegen nicht, dass die angesetzte Marktrisikoprämie von 5,5 % unangemessen ist.

(130) Die Antragsteller zu 1, 2, 10, 11 sowie 16 halten die Marktrisikoprämie von 5,5 % angesichts des Ergebnisses einer Studie von *Stehle* für nicht angemessen, in der eine Prämie von maximal 2,6 % ermittelt worden sei (AS AST 1, S. 3; AS AST 2, S. 3; AS AST 10, S. 2; AS AST 11, S. 2; AS AST 16, S. 2). Belege dafür nennen die Antragsteller nicht.

(131) Sofern sie sich auf die Studie von *Stehle* beziehen, in der auf Basis der Jahre 1967 bis 1996 eine Risikoprämie von 2,9 % ausgewiesen wird, verschweigen die Antragsteller, dass hierbei eine Vorsteuer-

betrachtung (vor persönlicher Einkommensbesteuerung) durchgeführt wurde. Würde eine Nachsteuerbetrachtung durchgeführt, ergäben sich aufgrund der unterschiedlichen Besteuerung von Dividenden, Kursgewinnen und Zinsen aus festverzinslichen Wertpapieren höhere Marktrisikoprämien.

(132)

Ferner verschweigen die Antragsteller, dass *Stehle* selbst anhand neuerer Untersuchungen zur Festlegung der Risikoprämie von Aktien darauf hinweist, dass eine Nach-Steuerrisikoprämie von rund 6,7 %, die auf einem repräsentativen Zeitraum von 1955 bis 2003 basiert, ableitbar ist.

- *Stehle*, WPg 2004, 906, 911. -

(133)

Wenn die Antragsteller zu 34 und 35 einen Beitrag von *Ballwieser* als Beleg dazu zitieren, dass im betriebswirtschaftlichen Schrifttum angeblich zunehmend eine Marktrisikoprämie in der Höhe von 3 % und weniger vertreten werde (AS AST 34 und 35, S. 6), kann dies nur erstaunen. Denn gerade diesem Beitrag ist das Gegenteil zu entnehmen. So betont *Ballwieser*, dass die Marktrisikoprämie von 3,2 % zu niedrig ist. *Ballwieser* stellt fest, Anhaltspunkte dafür, dass sich die durch empirische Studien in der Vergangenheit belegten Marktrisikoprämien bis zu 6 % zukünftig nach unten ändern, existierten nicht.

- Vgl. *Ballwieser*, WPg 2002, 736 ff, insb. 743. -

(134)

Vor diesem Hintergrund ist auch der Einwand der Antragsteller zu 7, 19 und 23 ungerechtfertigt, es sei nicht auf in der Vergangenheit erzielte Marktrisikoprämien abzustellen, sondern auf das künftige Risiko (AS AST 7, S. 2; AS AST 19, S. 3; AS AST 23, S. 3)

(135)

An der Angemessenheit der Marktrisikoprämie können auch die von zahlreichen Antragstellern zitierten verschiedenen empirischen Untersuchungen nichts ändern, aus denen sich angeblich deutlich niedrigere Risikoprämien ergeben sollen. Dem Gericht dürfte es wohl kaum zuzumuten sein, diese Vielzahl an empirischen Untersuchungen zur Marktrisikoprämie auszuwerten. Bei einigen Studien verbietet sich die Verwertung schon aus Rechtsgründen, weil

sie in englischer Sprache abgefasst sind, während die Gerichtssprache Deutsch ist; so insbesondere die Studien von *Dimson/Marsh/Staunton* (AS AST 39, S. 3), *Mehra/Prescott* (AS AST 26, S. 6; AS AST 28, S. 6), *Claus/Thomas* (AS AST 8, S. 2; AS AST 9, S. 2), *Fama/French* und *Goetzmann/Ibbotson/Peny* (AS AST 39, S. 3). Außerdem haben diese Studien für die hier zugrunde zu legende Marktrisikoprämie schon deshalb keine Aussagekraft, weil sie sich nicht auf einen typisierten deutschen Anleger beziehen, der bei der Bemessung der Kompensation zugrunde zulegen ist.

(136)

Teilweise wird auch nur die Existenz von empirischen Untersuchungen behauptet, ohne diese überhaupt zu bezeichnen. Die Existenz und Relevanz solcher Studien für die Bestimmung der aktuellen Marktrisikoprämie am deutschen Kapitalmarkt vermag die Antragsgegnerin deshalb nicht zu beurteilen.

(137)

Die Antragsteller zu 26, 28 sowie 32 verweisen pauschal auf eine Untersuchung des DAI, ohne eine Fundstelle zu nennen (AS AST 26, S. 6; AS AST 28, S. 6; AS AST 32, S. 3). Die Antragsteller mögen dazu substantiiert vortragen. In dieser pauschalen Form ist dies kein belastbarer Beleg.

(138)

Möglicherweise meinen die Antragsteller eine Studie des DAI, in der alternative Kapitalmarktstudien gegenüber gestellt werden und auf die sich auch der Antragsteller zu 33 bezieht (AS AST 33, S. 4).

- Aktie versus Rente, aktuelle Renditevergleiche zwischen Aktien und festverzinslichen Wertpapieren, Heft 26 der Studien des Deutschen Aktieninstituts, hrsg. Von Prof. Rüdiger von Rosen, Juli 2004. -

(139)

Der Antragsteller zu 33 sucht aus dieser Untersuchung lediglich die Studien heraus, die seine These untermauern sollen. Erschwerend kommt hinzu, dass die von ihm genannten Studien nicht repräsentativ sind, weil sie teilweise sehr kurze Zeiträume (ab 1979, 1972, 1977, 1968, 1967) erfassen. Entscheidend ist aber, dass die

Studie zu dem Ergebnis kommt, dass einzig der Stehle-DAX maßgeblich sein kann.

(140)

Das DAI kritisiert zu Recht, dass bei fast allen erwähnten Studien keine Betrachtung nach Abzug persönlicher Einkommenssteuer vorgenommen wurde. Weiter unterlassen vereinzelte Studien die korrekte Anrechnung von Körperschaftssteuergutschriften während der Gültigkeit des Anrechnungsverfahrens, was zu einer Unterschätzung der Kapitalmarktrendite führt. Auch weicht vereinzelt die Bewertungswährung vom untersuchten Kapitalmarkt ab. Einzelne Studien erstrecken sich zudem auf methodisch angreifbare Betrachtungszeiträume.

Deshalb findet sich in der DAI-Studie folgende Aussage:

- „Ein spezielles Problem ergibt sich bei Renditevergleichen auf DAX-Basis, die den Zeitraum vor 1988 betreffen. (...) Beide Aspekte unterschätzen die Aktienrendite gegenüber dem heutigen DAX-Konzept. Daher ist allein der so genannte „Stehle-DAX“, bei dem diese methodischen Probleme bereinigt wurden, eine geeignete Grundlage für langfristige Renditevergleiche auf DAX-Basis für Zeiträume vor 1987.“ (DAI-Studie, a.a.O., Seite 26). -

(141)

Unzutreffend sind die Ausführungen der Antragstellers zu 3 und 30 (Schriftsatz AST 3 vom 14.12.2007, S. 7; AS AST 30, S. 7) zu der von ihnen zitierten Kurzstudie des DAI, aus der sie eine Ist-Marktverzinsung für deutsche Aktien von 6,8 % ermittelt wissen wollen. Die Antragsteller haben hier offensichtlich völlig willkürlich eine Studie unter vielen herausgesucht, mit der sie ihre Position zu untermauern versuchen. Weder aus der Kurzstudie noch aus den Ausführungen der Antragsteller zu 3 und 30 geht hervor, ob die genannten Angaben Nach-Steuer-Werte oder Vor-Steuer-Werte sein sollen. Bereits dies schränkt die Aussagekraft der zitierten Studie extrem ein. Hervorzuheben ist aber vor allem, dass sich die 6,8 %-Ist-Marktverzinsung auf einen Zeitraum von 1924 bis 1948 bezieht. Wie die Antragsteller daraus für dieses Verfahren einen Erkenntnisgewinn ableiten wollen, bleibt im Dunkeln.

(142)

Letztlich bleibt zu sämtlichen Argumenten der Antragsteller zu 3 und zu 30 (Schriftsatz AST 3 vom 14.12.2007, S. 7 und 8; AS AST 30, S. 7 und 8) festzustellen, dass sie den Sinn der Marktrisikoprämie nicht verstanden haben. Die Marktrisikoprämie soll den Marktteilnehmern die Übernahme des Unternehmensrisikos abgelten. Dass am Aktienmarkt nicht nur Gewinne zu erzielen sind, sondern durchaus auch Verluste und sich darin das bereits angesprochene Risiko verwirklicht, beweisen eindrucksvoll die aktuellen Kursentwicklungen des DAX in diesem Jahr. Die Risikoprämie ist nichts anderes als die Kompensation dafür, dass eine Investition in ein Unternehmen risikobehaftet ist.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

cc) Von der Rechtsprechung anerkannte Marktrisikoprämie

(143)

Auch die Rechtsprechung bestätigt, dass die anhand von empirischen Studien zu Marktrisikoprämien in der Vergangenheit ermittelte Höhe der Marktrisikoprämie nachvollziehbar ist. So hat nicht zuletzt das Landgericht Köln in seiner Entscheidung vom 28.06.2004 eine Marktrisikoprämie zwischen 5,4 % und 6,4 % nicht beanstandet, sondern als angemessen erachtet.

- LG Köln, Beschluss vom 28.06.2004, Az. 82 O 90/03; abrufbar unter BeckRS-Frankfurter Redaktion. -

(144)

Das Oberlandesgericht Düsseldorf hat in einer Entscheidung aus dem Jahr 2003 die von einem Sachverständigen zugrunde gelegte Marktrisikoprämien-Spanne von 4 % bis 6 % als angemessen angesehen. Das LG Bremen hat im Jahr 2002 sogar eine Marktrisikoprämie von 6 % für zutreffend erachtet.

- OLG Düsseldorf, AG 2003, 329, 333; LG Bremen, AG 2003, 214, 215. -

In einer späteren Entscheidung hat das Oberlandesgericht Düsseldorf dies bestätigt und eine Marktrisikoprämie in einer Bandbreite von 4 % bis 6 % für angemessen befunden.

- Vgl. OLG Düsseldorf, NJW-RR 2006, 541, 543. -

Auch im Jahr 2006 entschied das OLG Düsseldorf, dass langfristige Renditedifferenzen zwischen Bundesanleihen und Aktien nach Kapitalmarktuntersuchungen zwischen 4 % und 6 % betragen.

- OLG Düsseldorf vom 20.9.2006, Az. 26 W 8/06, abrufbar unter BeckRS-Frankfurter Redaktion. -

Das OLG Celle hat keine Bedenken gegen durchschnittliche Marktrisikoprämien von 5 % bis 6 %.

- OLG Celle, AG 2007, 865, 867. -

Auch die DIS entschied in einem Schiedsspruch aus dem Jahr 2005, dass eine Marktrisikoprämie von 5 % vertretbar sei.

- DIS, SchiedsVZ 2007, 219, 222. -

(145)

Eine Bandbreite für die Marktrisikoprämie von 5 % bis 6 % entspricht zudem der am Bewertungsstichtag gültigen Empfehlung des IDW.

- Vgl. IDW-FN 1-2 v. 8.2.2005, S. 71. -

dd) *Arithmetisches statt geometrisches Mittel sachgerecht*

(146)

Die Antragsteller zu 8, 9, 33, 37 und 38 kritisieren die Verwendung des arithmetischen Mittels, weil es die Tatsache stochastisch abhängiger Kursbewegungen an den Kapitalmärkten ignoriere, und fordern stattdessen die Heranziehung des geometrischen Mittels (AS AST 8 und 9, S. 2; AS AST 33, S. 4; AS AST 37 und 38, S. 2).

Die Kritik der Antragsteller an der Verwendung des arithmetischen Mittels bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie ist nicht zutreffend. Die Ermittlung der Marktrisikoprämie auf Basis des arithmetischen Mittels einperiodiger Renditezeiträume ist sachgerecht.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(147)

Je nach gewählter Schätzmethode ergeben sich unterschiedliche Ergebnisse für die Marktrisikoprämie. Bei der Bestimmung von Abzinsungsfaktoren ist allerdings der Ansatz des arithmetischen Mittels gegenüber einer Verwendung des geometrischen Mittels der historischen Renditen sachgerecht:

Mittels mathematischer Umformungen lässt sich zeigen, dass sowohl das geometrische als auch das arithmetische Mittel den Diskontfaktor grundsätzlich überschätzen. Mathematische Umformungen zeigen des Weiteren, dass der Diskontfaktor auf Basis des arithmetischen Mittels immer der bessere Schätzer ist.

- Vgl. dazu *Cooper* und *Blume*, zitiert nach *Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel*, WPg 2006, 1005, 1018 f. -

(148)

Das geometrische Mittel führt stets zu noch stärker nach oben verzerrten Diskontfaktoren als ein Diskontfaktor, der auf der Grundlage des arithmetischen Mittels bestimmt wurde. Die Verwendung des geometrischen Mittels führt damit zu einer deutlichen Überschätzung des Barwertes der zu diskontierenden Zahlungsreihe. Demzufolge ist es sachgerecht, das arithmetische Mittel der historischen Renditen für die Ableitung des Diskontfaktors zugrunde zu legen.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(149)

Auch eine Berücksichtigung des geometrischen Mittels mit der Begründung, das arithmetische Mittel berücksichtige nicht die stochastischen Abhängigkeiten, ist nicht sachgerecht. Denn auch das geometrische Mittel berücksichtigt die stochastischen Abhängigkeiten der Jahresrenditen bei der Bestimmung der Diskontfaktoren nicht angemessen.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

So kommt *Cooper* zu dem Resultat, dass auch im Fall stochastischer Abhängigkeiten die unverzerrten Schätzer näher beim arithmetischen Mittel liegen.

- *Stehle*, WPg 2004, 906, 919. -

e) Betafaktor nicht zu hoch

(150) Nach Ansicht der Antragsteller zu 1-3, 8-15, 17, 18, 20-22, 25-28, 30-35 sowie 37-39 ist der angesetzte Betawert von 1,0 zu hoch (AS AST 1, S. 4; AS AST 2, S. 4; Schriftsatz AST 3 vom 14.12. 2007, S. 8; AS AST 8 und 9, S. 2; AS AST 10, S. 3; AS AST 11, S. 3; AS AST 12-15, S. 6; AS AST 16, S. 3; AS AST 17, S. 3; AS AST 18, S. 3; AS AST 20-22, S. 9; AS AST 25, S. 3; AS AST 26, S. 6; AS AST 27, S. 3; AS AST 28, S. 7; AS AST 30, S. 8; AS AST 31, S. 3; AS AST 32, S. 3; AS AST 33, S. 5; AS AST 34 und 35, S. 7; AS AST 37 und 38, S. 4; AS AST 39, S. 4).

(151) Schon gänzlich unverständlich ist der Einwand der Antragstellerin zu 32, allein vor dem Hintergrund der vorhandenen Liquidität und des Eigenkapitals sei ein Risiko nicht vorhanden (AS AST 32, S. 3). Da im Rahmen der Bewertung eine fiktive Auskehrung der nicht betriebsnotwendigen Mittel unterstellt wurde, erfolgte die Bewertung dieser liquiden Mittel bereits ohne Risikoabschlag mit dem vollen Nominalwert. Der Betrag an Liquidität bei der Cycos AG wurde damit fiktiv auf das betriebsnotwendige Maß zurückgeführt. Die Gesellschaft war somit auch wieder (fiktiv) dem üblichen operativen Risiko vergleichbarer Unternehmen ausgesetzt. Eventuelle risikomindernde oder -erhöhende Faktoren, die aus einer unterschiedlichen Finanzierung der Vergleichsunternehmen bzw. der Cycos AG resultierten, wurden bei der Ableitung des Betafaktors berücksichtigt und fanden im Risikozuschlag ihren Niederschlag.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

aa) Ableitung anhand Bildung einer Peer Group

(152) Die Antragsteller zu 1, 2, 8-18, 26-28, 32-35 sowie 37-39 sind zu Unrecht der Auffassung, anstelle der Ableitung auf Basis einer Vergleichsgruppe („Peer Group“) sei der „firmeneigene“ Betawert

(teilweise mit dem Hinweis einer Bemessung unter Zugrundelegung eines durchschnittlichen Drei-Monats-Kurses/Jahreskurses bis zum Tag der Hauptversammlung) zu verwenden (AS AST 1, S. 4; AS AST 2, S. 4, AS AST 8, S. 3 sowie AS AST 9, S. 3; AS AST 10, S. 3; AS AST 11, S. 3; AS AST 12-15, S. 6; AS AST 16, S. 3; AS AST 17, S. 3; AS AST 18, S. 3; AS AST 26, S. 4 und 6; AS AST 27, S. 3; AS AST 28, S. 5 und 7; AS AST 32, S. 3; AS AST 33, S. 5; AS AST 34 und 35, S. 7; AS AST 37 und 38, S. 4; AS AST 39, S. 4, die von einem Referenzzeitraum von einem Jahr vor dem Bewertungsstichtag ausgehen will).

(153)

Die Antragsteller zu 12-15 halten den eigenen Betafaktor der Cycos AG gerade deshalb für aussagekräftig, weil ein signifikanter Teil des Grundkapitals im Streubesitz sei und ein reger Handel existiere (AS AST 12-15, S. 6). Die Antragstellerin zu 25 kritisiert pauschal, ein Betafaktor aufgrund eines Peer Group-Vergleichs sei methodisch nicht tragfähig. Die Antragstellerin zu 24 hält den Betafaktor für zu hoch. Konkrete Kritikpunkte tragen weder die Antragstellerin zu 24 noch zu 25 vor (vgl. AS AST 24, S. 2; AS AST 25, S. 3).

(154)

Die generelle Frage der Antragsteller zu 1-3, 8-16, 30, 31, 33-35 und 39, weshalb nicht der „firmeneigene“ Betafaktor verwandt worden sei (AS AST 1, S. 4; AS AST 2, S. 4; Schriftsatz AST 3 vom 14.12. 2007, S. 8; AS AST 10, S. 3; AS AST 11, S. 3; AS AST 12-15, S. 6; AS AST 16, S. 3; AS AST 30, S. 8; AS AST 31, S. 3; AS AST 33, S. 5; AS AST 34 und 35, S. 7; AS AST 39, S. 4) – schließlich spiegele nur dieser das tatsächliche systematische Risiko der Cycos-Aktie wider (so die Antragsteller zu 8 und 9, vgl. AS AST 8, S. 2; AS AST 9, S. 2) – wurde sowohl von PwC als auch vom sachverständigen Prüfer einleuchtend und umfassend beantwortet. Aus der Betrachtung eines fünfjährigen und damit aussagekräftigen Zeitraums, der von Februar 2002 bis Februar 2007 reichte, resultierte ein Betafaktor der Cycos AG von 0,0. Dieser spiegelt augenscheinlich das operative Geschäftsrisiko der Cycos AG auch nicht ansatzweise wider.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(155)

Ursache dafür ist, dass sich das Kursniveau der Aktie der Cycos AG seit der Erlangung der Kontrollmehrheit durch den Siemens-Konzern am 13.06.2003 und dem folgenden öffentlichen Pflichtangebot auf einem Niveau oberhalb von EUR 5,50 einpendelte und der Aktienkurs im Anschluss sowohl auf die Entwicklung des Marktumfeldes als auch auf die Entwicklung der Geschäftsergebnisse kaum mehr reagierte; so führte selbst eine Ad-hoc-Mitteilung vom 25.04.2005, mit der negative Halbjahresergebnisse verkündet wurden, zu keiner Änderung des Kursniveaus. Weil also ein unternehmensspezifischer Betafaktor das operative Geschäftsrisiko der Cycos AG nicht annähernd abzubilden vermochte und damit nicht aussagekräftig war, wurde der Betafaktor auf Basis einer Gruppe von Vergleichsunternehmen (sog. Peer-Group) abgeleitet (siehe Rn. 189 ff. der gutachtlichen Stellungnahme).

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(156)

Eine solche Vorgehensweise steht auch im Einklang mit der Rechtsprechung, wie eine jüngere Entscheidung des OLG Celle bestätigt. Danach ist der Rückgriff auf eine internationale Gruppe von Vergleichsunternehmen eine sachgerechte Methode zur Ermittlung des Betafaktors, wenn sich die Aktienkursentwicklung des betrachteten Unternehmens wegen unzureichenden Handelsvolumens nicht heranziehen lässt.

- OLG Celle, AG 2007, 865, 867. -

(157)

Entgegen der Ansicht der Antragsteller zu 12-15, 26 und 28 (AS AST 12-15, S. 6; AS AST 26, S. 7; AS AST 28, S. 7) kann auch nicht von einem regen Handel mit Cycos-Aktien gesprochen werden. Im Zeitraum zwischen dem 01.01.2006 und dem 27.02.2007 wurde die Cycos-Aktie zwar fast an allen Handelstagen gehandelt, allerdings mit einer sehr geringen Stückzahl. In der Regel lag das tägliche Handelsvolumen unter 2.000 Stück. Lediglich an zwei

Handelstagen wurden im Jahr 2006 mehr als 10.000 Cynos Aktien gehandelt (vgl. Prüfungsbericht, S. 31 sowie unten Rn. 289).

(158)

Auch der Einwand der Antragstellerin zu 39, bei Zugrundelegung des CAPM/Tax-CAPM sei ausschließlich das eigene Beta anzusetzen und nicht der anhand einer Peer Group ermittelte Betafaktor, ist nicht zielführend. Belege für diese Auffassung nennt die Antragstellerin nicht. Sie ist auch nicht zutreffend. Vielmehr wird die Heranziehung einer Gruppe vergleichbarer Unternehmen zur Ableitung der risikoangepassten Kapitalisierungszinsen und des Betafaktors befürwortet.

- *Großfeld/Stöver/Tönes*, NZG 2006, 521, 526; *Kunowski*, DStR 2005, 569, 573. -

(159)

BFJM hat sich nicht nur von der Richtigkeit der rechnerischen Ermittlung des Betafaktors durch PwC überzeugt, sondern hat auf Basis der Daten von Bloomberg eigene Berechnungen angestellt. BFJM gelangte zu dem Ergebnis, dass der von PwC angesetzte Betafaktor am unteren Rand der Bandbreite möglicher Betafaktoren liegt. Die Annahme des Betafaktors von 1,0 ist also eine für die außenstehenden Aktionäre günstige Festlegung (S. 25/26 des Prüfungsberichts).

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(160)

Völlig substanzlos ist das Zitat der Antragstellerin zu 32 aus einer Studie der Solventis Wertpapierhandelsbank. Dem Gericht ist es nicht zuzumuten, diese Fundstelle heranzuziehen, da die Studie lediglich über das Internet der Bank (<http://www.solventis.de/index.php?show=archiv>) für EUR 1.500 (!) zu bestellen ist. Die Antragstellerin möge die Fundstelle dem Gericht und der Antragsgegnerin vorlegen. Im Übrigen bestreiten wir die korrekte Wiedergabe der Fundstelle. Außerdem hat die Fundstelle – korrekte Zitierung unterstellt – keinerlei Aussagekraft für die vorliegende Unternehmensbewertung. Bei der Ermittlung eines Betafaktors handelt es sich um keine allgemeingültige Berechnung, sondern sie ist für jede Unternehmensbewertung individuell

vorzunehmen. Im Ergebnis kritisiert die Fundstelle gemäß den Angaben der AST 32 lediglich den Ansatz eines Betafaktors größer als 1. Da ein solcher bei der Unternehmensbewertung der Cycos AG nicht angesetzt wurde, besteht kein Erkenntnisgewinn für deren Bewertung.

bb) Korrekte Bildung der Peer Group

- (161) Die Peer Group wurde korrekt gebildet. Der Einwand der Antragsteller zu 3, 8, 9, 12-15, 17, 18, 26-28, 30, 33, 37, 38 sowie 41-45 (Schriftsatz AST 3 vom 14.12. 2007, S. 8; AS AST 8, S. 3 bzw. AS AST 9, S. 3; AS AST 12-15, S. 6 f.; AS AST 17, S. 3; AS AST 18, S. 3; AS AST 26, S. 7 f.; AS AST 27, S. 3; AS AST 28, S. 8; AS AST 30, S. 8; AS AST 33, S. 5; AS AST 37 und 38, S. 4; AS AST 41-45, S. 4 und 5), die Cycos AG sei mit den Unternehmen der Peer Group nicht vergleichbar und willkürlich zusammengesetzt, greift nicht.
- (162) Maßstab bei der Zusammenstellung der Peer Group war ein ausgewogenes Verhältnis zwischen einer möglichst breiten Datenbasis und einer weitgehenden Homogenität der Risikostruktur (siehe Rn. 194 ff. der gutachtlichen Stellungnahme). Im Wertgutachten wird ausführlich dargelegt, wie die Unternehmen als Vergleichsunternehmen identifiziert wurden (siehe Rn. 193 der gutachtlichen Stellungnahme). Dargestellt werden auch die Betafaktoren der einzelnen Vergleichsunternehmen (siehe Rn. 195 der gutachtlichen Stellungnahme). Der ermittelte Peer Group-Betafaktor wurde mit Betafaktoren der Branchenindizes Telekommunikation, Software und Technologie, die zwischen 0,8 und 1,5 lagen, plausibilisiert (siehe Rn. 196 der gutachtlichen Stellungnahme).
- (163) Bei der Zusammenstellung der Vergleichsunternehmen der Peer Group war zu berücksichtigen, dass es keine exakt mit der Cycos AG vergleichbaren börsennotierten Unternehmen in Deutschland gibt. Aus diesem Grund war die Auswahl der Peer-Group-Unternehmen auch über die Landesgrenzen hinweg auszudehnen. Die ausgewählten Unternehmen sind zumindest in Teilbereichen mit der Cycos AG vergleichbar und stellen gleichzeitig die Unterneh-

men mit der höchstmöglichen Übereinstimmung hinsichtlich des operativen Risikos aus einer Vielzahl börsennotierter Unternehmen dar. Eine vollständige Vergleichbarkeit der Peer-Group-Unternehmen mit dem jeweiligen Bewertungsobjekt ist naturgemäß in den meisten Fällen ausgeschlossen, jedoch kein Hinderungsgrund für die Heranziehung derartiger Unternehmen zur Schätzung der zukünftigen Risikosituation.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(164)

Angesichts der detaillierten Schilderung zum Betafaktor in der gutachtlichen Stellungnahme von PwC und im Prüfungsbericht können die Antragsteller zu 1, 2, 10, 11, 16, 26, 28, 34 und 35 mit ihrer Forderung, die methodische Herleitung des Betafaktors bzw. die Zusammensetzung der Peer Group seien darzulegen (AS AST 1, S. 4; AS AST 2, S. 4; AS AST 10, S. 3; AS AST 11, S. 3; AS AST 16, S. 3; AS AST 26, S. 8; AS AST 28, S. 8 f.; AS AST 34 und 35, S. 7), nicht durchdringen. Dies gilt auch für den Vorwurf der Antragsteller zu 26 und 28, die Bereinigung der Betafaktoren der Vergleichsunternehmen um Kapitalstruktureffekte sei nicht dargestellt worden (AS AST 26, S. 8; AS AST 28, S. 8). Die Ausführungen von PwC entsprechen in ihrem Detaillierungsgrad – übrigens nicht nur bei der Ableitung des Peer Group-Betafaktors – mindestens dem Standard bei vergleichbaren Transaktionen. Unabhängig davon soll die gutachtliche Stellungnahme den Anteilshabern neben den allgemeinen, den Aktionären zur Verfügung stehenden Erkenntnisquellen lediglich eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen; ein Nachvollziehen aller Einzelheiten der Bewertung obliegt dagegen dem dazu vom Gericht ausgewählten Prüfer.

- OLG Düsseldorf, Der Konzern 2004, 211, 213; Hüffer, AktG, 8. Aufl., § 293a, Rn. 15 mit Hinweis auf Rspr. und Literatur zum Vertrags- bzw. zum Verschmelzungsbericht. -

(165)

Auch die geforderten Angaben der Antragsteller zu 26 und 28 hinsichtlich des gewählten Vergleichsindex und des herangezogenen Zeitraums zur Ermittlung der Betafaktoren (AS AST 26, S. 8; AS

AST 28, S. 7) fallen unter oben angeführte Argumentation. Dennoch sei hinsichtlich des zugrunde gelegten Zeitraums für die Ermittlung der Betafaktoren der Vergleichsunternehmen angeführt, dass auf einen Zeitraum von 5 Jahren auf Basis von Monatsrenditen abgestellt wurde. Als Vergleichsindizes wurde jeweils ein dem deutschen CDAX vergleichbarer, möglichst breiter, landestypischer Index herangezogen. In der folgenden Übersicht sind die herangezogenen Vergleichsunternehmen und die verwendeten Indizes dargestellt:

Vergleichsunternehmen	Betrachteter Vergleichsindex
Captaris Inc., Bellevue/USA	S&P 500
Digital On Net Co. Ltd, Seoul/Südkorea	Kospi
Cisco Systems Inc., San Jose/USA	S&P 500
Microsoft Corp., Redmond/USA	S&P 500
Siemens AG, München	CDAX
Alcatel-Lucent SA, Paris/Frankreich	CAC 40
Interactive Intelligence Inc., Indianapolis/USA	S&P 500
Avaya Inc., Basking Ridge/USA	S&P 500
Nec Corp., Tokyo/Japan	Topix

(166)

Genauso unzutreffend ist der Vorwurf der Antragsteller zu 26 und 28, es fehle eine Verifizierung der Betafaktoren der Peer Group anhand statistischer Tests (AS AST 26, S. 8; AS AST 28, S. 8).

Eine Überprüfung der Betafaktoren anhand statistischer Größen wurde im Rahmen der Wertableitung vorgenommen. Die statistische Signifikanz wurde dabei nicht ausschließlich anhand von Teststatistiken beurteilt. Stattdessen wurde weiterhin der historische Verlauf des Betafaktors der Vergleichsunternehmen analysiert. Anhand dieses historischen Betafaktor-Verlaufs wurde untersucht, ob der in der Bewertung berücksichtigte Betafaktor verzerrt war. Des Weiteren wurden auch die üblichen statistischen Kenngrößen, beispielsweise der T-Test, zur Verifizierung herangezogen. Dabei hat sich gezeigt, dass sowohl auf Basis der Vergangenheits-

analyse als auch auf Basis des T-Test die verwendeten Betafaktoren statistisch signifikant waren.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

3. Wachstumsabschlag

Auch der Ansatz des Wachstumsabschlags im Zeitraum der ewigen Rente ist entgegen der Kritik zahlreicher Antragsteller sachgerecht und angemessen.

a) Kein Wachstumsabschlag im Detailplanungszeitraum

(167) Die Kritik der Antragsteller zu 7, 19 und 23, im Detailplanungszeitraum sei kein Wachstumsabschlag berücksichtigt worden (AS AST 7, S. 3; AS AST 19, S. 4; AS AST 23, S. 4), belegt, dass die Antragsteller den Sinn und Zweck des Wachstumsabschlags nicht verstanden haben.

(168) Zu Unrecht sind die Antragsteller der Auffassung, die Ermittlung des Unternehmenswerts sei inkonsistent, weil im Detailplanungszeitraum zwar die Marktrisikoprämie, nicht aber der Wachstumsabschlag berücksichtigt worden sei (AS AST 7, S. 3; AS AST 19, S. 4; AS AST 23, S. 4). Denn der Wachstumsabschlag kommt – anders als in der zweiten Planungsphase – in der Detailplanungsphase deshalb nicht zum Tragen, weil die Detailplanung etwaige Ertragsteigerungen bereits konkret berücksichtigt.

(169) Die einzeln geplanten Ergebnisse der Planjahre 2006/2007 bis 2009/2010 wurden unter Berücksichtigung von preis- und mengeninduzierten Wachstumserwartungen individuell geplant. Sie stellen Nominalgrößen dar. Im Detailplanungszeitraum werden (reale und nominale) Wachstumseffekte unmittelbar bei der Prognose der finanziellen Überschüsse berücksichtigt. Für die zweite Phase der ewigen Rente hingegen werden Wachstumseffekte nicht als Ergebnisänderung geplant. Aus diesem Grund werden in dieser zweiten Phase nachhaltige Wachstumseffekte bewertungstechnisch durch Wachstumsabschläge beim Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt.

Der Wachstumsabschlag ist also nur in der zweiten Planungsphase relevant. Anders ist dies beim Risikozuschlag. Hier ist nur erforderlich, dass in

beiden Phasen die im Vergleich zur Vergleichsanlage mit der höheren Renditeerwartung einhergehende höhere Unsicherheit einbezogen wird. Dabei ist es richtig, dass das Unternehmensrisiko, entweder bei der Überschussprognose zu berücksichtigen ist oder aber im Kapitalisierungszinssatz, weil ansonsten die unternehmerischen Risiken doppelt berücksichtigt würden.

- Vgl. OLG Celle, NZG 1998, 987, 989; OLG Düsseldorf, AG 1992, 200, 204; *Großfeld*, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., S. 124. -

Nach allgemeiner berufsständischer Auffassung der Wirtschaftsprüfer sollen unternehmerische Risiken bei einer Unternehmensbewertung ausschließlich im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden. Dies ist im vorliegenden Fall geschehen.

- IDW Standard S 1 vom 18.10.2005, Tz. 98. -

(170)

Doch ziehen die Antragsteller zu 3, 7, 19, 23 sowie zu 30 hieraus den falschen Schluss, dass das Unternehmensrisiko generell nicht im Kapitalisierungszinssatz erfasst werden dürfe, weil auf diese Weise das künftige Risiko doppelt berücksichtigt werde (Schriftsatz AST 3 vom 14.12. 2007, S. 9; AS AST 7, S. 3; AS AST 19, S. 4; AS AST 23, S. 4; AS AST 30, S. 9). Die Ertragsprognose des Cycos-Konzerns stellt geplante Erwartungswerte dar und unterstellt dabei eine Gleichgewichtung von Chancen und Risiken. Demzufolge wurden innerhalb der Zählergröße keine Sicherheitsäquivalente abgebildet. Die Risiken waren deshalb über einen entsprechenden Risikozuschlag bei der Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes zu berücksichtigen. Insoweit kann von einer Doppelberücksichtigung von Risiken keine Rede sein.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

- Vgl. auch *Wagner*, WP-Handbuch, 13. Aufl., Band II, A 182 ff. -

b) Wachstumsabschlag in Höhe von 1,5 % gerechtfertigt

(171)

Die Antragsteller zu 1-5, 7, 10-24, 26-28, 30-33, 37-39, 41-45 sind der Auffassung, das in der ewigen Rente angenommene Wachstum von 1,5 %

sei zu gering bemessen (AS AST 1, S. 4; AS AST 2, S. 4 f.; Schriftsatz AST 3 vom 14.12.2007, S. 8; AS AST 4 und 5, S. 5; AS AST 7, S. 3; AS AST 10, S. 3; AS AST 11, S. 3; AS AST 16, S. 3; AS AST 17, S. 4; AS AST 18, S. 4; AS AST 19, S. 4; AS AST 23, S. 4; AS AST 26, S. 9 f.; AS AST 27, S. 3; AS AST 28, S. 10 f.; AS AST 30, S. 8; AS AST 31, S. 3; AS AST 37 und 38, S. 5); ein Prozentsatz von „mindestens 2 %“ (so AST zu 7, S. 3, AS AST 12-15, S. 7; AS AST 19, S. 4; AS AST 20-22, S. 9; AS AST 23, S. 4; AS AST 31, S. 3; AS AST 32, S. 3; AS AST 39, S. 4), von „2,2 bis 2,6 %“ (AS AST 1 und 2, S. 4; AS AST 10, S. 3; AS AST 11, S. 3; AS AST 16, S. 3) von 2,5 bis 2,7 % (AS AST 41-45, S. 6), von 3,0 % (AS AST 24, S. 2; AS AST 33, S. 6) oder sogar von 4 % (AS AST 26, S. 10; AS AST 28, S. 10) wird – teils ohne nähere Begründung – für angemessen erachtet.

(172)

Unter Hinweis auf eine Entscheidung des BayObLG (FGPrax 2001, 215 bzw. DB 2001, 1928) vertreten die Antragsteller zu 1, 2, 4, 5, 10, 11 und 16 die Ansicht, die festgesetzte unendliche Rendite sei unglaubwürdig und widerspreche der ständigen Rechtsprechung, da die dynamische Entwicklung in der Vergangenheit nicht in die Ewigkeit projiziert werde (AS AST 1, S. 4, bzw. AS AST 2, S. 4; AS AST 4 und 5, S. 5; AS AST 10, S. 3; AS AST 11, S. 3; AS AST 16, S. 3).

(173)

Mit ihrem pauschalen Vortrag verkennen die Antragsteller, dass eine unreflektierte Projizierung der Vergangenheitswerte in die Zukunft gerade nicht erfolgen darf. Stattdessen ist kritisch zu hinterfragen, ob anstelle einer Beibehaltung oder gar Steigerung des bisherigen Ergebniswachstums nicht vielmehr davon auszugehen ist, dass das zu bewertende Unternehmen seine Ergebnisse in der Zeit nach der Detailplanungsphase nur noch in geringerem Umfang zu steigern vermag.

Der Verweis des Antragstellers zu 31, dass die Geschäftsbereiche der *Creton AG* (!) wachsen würden und die Mehrheitsaktionärin in der Presse nichts anderes verlautbaren lasse (AS AST 31, S. 3), führt bereits deshalb in die Irre.

(174)

Auch der Einwand der Antragsteller zu 3, 30 und 39, die die *Cycos AG* als Wachstumsunternehmen bezeichnen und dies durch den hohen laufenden Aufwand für Forschung und Entwicklung bestätigt sehen wollen (Schrift-

satz AST 3 vom 14.12. 2007, S. 8; AS AST 30, S. 8; AS AST 39, S. 4),
verkennt die Markt- und Wettbewerbssituation der Cycos AG.

In Zukunft ist mit einer steigenden Zahl von Wettbewerbern durch das Zusammenwachsen der IT- und TK-Märkte zu rechnen. Mit zunehmender Kompatibilität der Systeme und zunehmender Profitabilität des Marktes sind bereits weitere Wettbewerber in den Markt eingestiegen. Insgesamt sieht sich die Cycos AG daher mit einem großen Pool von Wettbewerbern bei den einzelnen Produkten konfrontiert. In Folge der weiteren Standardisierung genereller „Unified Communications“-Lösungen wird sich in Zukunft der Wettbewerb weiter intensivieren, weil zunehmend größere Konzerne auf dem Markt auftreten werden. Das Resultat dieser Entwicklung ist ein seit Jahren zu beobachtender, erheblicher Preisverfall. Derzeitige und neu in den Markt tretende Wettbewerber werden auch in Zukunft die Preisentwicklung und den Absatz der von Cycos entwickelten Produkte signifikant beeinträchtigen (vgl. gutachtliche Stellungnahme, Rn. 66).

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(175) Nur infolge ständiger Investitionen in Forschung und Entwicklung, wodurch die Weiterentwicklung der Produkte erreicht werden soll, kann dieser Preisverfall kompensiert werden. Die Forschungskosten führen also nicht unbedingt zu einem Wachstum, sondern sie sind notwendig, um mit der steigenden Konkurrenz in diesem Sektor überhaupt Schritt halten zu können.

(176) Hinzu kommt, dass der Markt für die Produkte und Dienstleistungen von Cycos durch einen raschen Technologiewandel gekennzeichnet ist, insbesondere bei Softwareprodukten im Bereich der Kommunikationstechnik, neuen Industriestandards, häufigen Ankündigungen neuer Produkte und Dienstleistungen sowie wechselnden Kundenanforderungen. Dementsprechend ist Cycos darauf angewiesen, ihre Produkte und Dienstleistungen den sich rasch ändernden Technologien und den wechselnden Bedürfnissen der Kunden anzupassen (vgl. gutachtliche Stellungnahme von PwC, Rn. 67). Cycos gelang es nur aufgrund der intensiven Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten, den Marktanforderungen an Technologieentwicklungen gerecht zu werden (vgl. gutachtliche Stellungnahme von PwC,

Rn. 70). Die hohen Aufwendungen für Forschung und Entwicklung sind also der Markt- und Wettbewerbssituation geschuldet und lassen nicht denotwendig auf ein überdurchschnittliches Wachstum schließen.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(177)

Nicht zielführend ist der Verweis der Antragsteller zu 17, 18 und 27 auf die Erfolgsrechnung des verarbeitenden Gewerbes in Deutschland (AS AST 17, S. 4; AS AST 18, S. 4; AS AST 27, S. 3 f.). „Verarbeitendes Gewerbe“ ist die Bezeichnung für alle Industriebetriebe, die Rohstoffe und Zwischenprodukte weiterverarbeiten und dabei auch Endprodukte erzeugen. Zum Wirtschaftsbereich der verarbeitenden Industrie zählen das Grundstoff- und Produktionsgütergewerbe, das Investitionsgüter produzierende Gewerbe, das Verbrauchsgüter produzierende Gewerbe sowie das Nahrungs- und Genussmittelgewerbe. Der Begriff ist derart weit gefasst, dass die umfassten unterschiedlichen Industriezweige hinsichtlich ihres jeweiligen Wachstums nicht miteinander verglichen werden können. So geht bereits aus der von den Antragstellern zitierten Tabelle hervor, dass auch Daten aus dem Bergbau und der Gewinnung von Steinen und Erde enthalten sind.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

Eine Vergleichbarkeit des Bergbaus mit der IT- und TK-Branche werden auch die Antragsteller nicht behaupten wollen.

(178)

Dass die Erwägungen zu den Wachstumserwartungen bei der Cycos AG sachgerecht sind, belegt die jüngste Geschäftsentwicklung. So sah sich die Cycos AG aufgrund zunehmenden Preis- und Margendrucks sowie wegen Umsatz- und Kostenproblemen im Auslandsgeschäft bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr gezwungen, die Aussichten nach unten zu korrigieren und für das Geschäftsjahr 2006/2007 einen Rückgang des operativen Konzernergebnisses (EBIT) auf EUR -1,8 bis -2,6 Mio. bzw. EUR -3,0 bis EUR -4,0 Mio. anzukündigen (vgl. dazu auch bereits oben Rn. 4).

Beweis: Ad hoc-Mitteilung der Cycos AG vom 13.06.2007 sowie vom 27.07.2007, **Anlagen 2 und 3.**

- (179) Diese Prognose hat sich nunmehr bestätigt. Die Geschäftsentwicklung im Geschäftsjahr 2006/2007 gestaltete sich schwierig und noch schlechter als vorhergesagt. Der branchenübliche Verdrängungswettbewerb führte erneut zu einem steigenden Preisverfall mit sinkenden Margen. Konzernweit wurden im Geschäftsjahr 2006/2007 Umsatzerlöse in Höhe von EUR 19,57 Mio. (EUR 21,64 Mio. im Geschäftsjahr 2005/2006) und ein Konzernjahresergebnis in Höhe von EUR -3,40 Mio. (gegenüber einem Konzernjahresergebnis in Höhe von EUR +0,78 Mio. im Vorjahr) erzielt. Das Geschäftsjahr 2006/2007 der Cycos AG wurde nur noch mit einem Umsatz in Höhe von EUR 18,16 Mio. (im Geschäftsjahr 2005/2006 waren es noch EUR 19,07 Mio.) und einen negativen Jahresergebnis vor Verlustübernahme in Höhe von EUR -4,17 Mio. (gegenüber einem Jahresüberschuss in Höhe von +0,34 Mio. im Vorjahr) erzielt.

Beweis: Geschäftsbericht der Cycos AG 2006/2007, S. 11 und 13; **Anlage 1.**

- (180) Der sachverständige Prüfer hat eine angemessene Wachstumsrate in Höhe von 1,5 % damit begründet, dass sich das in Phase 1 zu verzeichnende überdurchschnittliche Wachstum der ausländischen Tochtergesellschaften, die ihrerseits primär für das Wachstum der Cycos AG verantwortlich sind, angesichts eines einsetzenden Konvergenzprozesses nicht aufrechterhalten lasse (siehe S. 26 des Prüfungsberichts). Die dynamische Entwicklung in der Vergangenheit lässt sich deshalb gerade nicht in die Ewigkeit projizieren. Eine Wachstumsrate in Höhe von 1,5 % erscheint angesichts des eingetrübten Entwicklungspotenzials gerechtfertigt.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

- (181) In der Praxis sind – ungeachtet der Besonderheiten des Einzelfalls, auf die es ankommt – Wachstumsabschläge in der Größenordnung von 0,5 % bis 1,5 % üblich.

- Dazu *Stephan*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 305 Rn. 59 m.w.N. -

Die Wachstumsrate von 1,5 % liegt – zugunsten der außenstehenden Aktionäre – am oberen Ende dieser Spanne.

c) Wachstumsabschlag und Inflationsrate

- (182) Zu Unrecht rügen die Antragsteller zu 7, 12-15, 19-23, 26, 28, 31-33, 37-39 sowie 41-45 den Wachstumsabschlag von 1,5 % schon deshalb als zu niedrig, weil er nicht mit der Höhe der zu erwartenden Inflationsrate übereinstimme (AS AST 7, S. 3; AS AST 12-15, S. 7; AS AST 19, S. 4; AS AST 20-22, S. 9; AS AST 23, S. 4; AS AST 26, S. 9; AS AST 28, S. 10; AS AST 31, S. 3; AS AST 32, S. 3; AS AST 33, S. 6; AS AST 37 und 38, S. 5; AS AST 39, S. 4; AS AST 41-45, S. 5).
- (183) Grundsätzlich ist anzumerken, dass die Inflationsrate eine volkswirtschaftliche Größe ist, die aus dem Preisindex für die Lebenshaltung aller privaten Haushalte abgeleitet wird. Für die Ermittlung dieses Preisindex durch das Statistische Bundesamt werden die Endverbraucherpreise von rund 750 Gütern zugrunde gelegt. Somit wird die Entwicklung der Inflationsrate entscheidend durch Preise von Produkten geprägt, welche die Cycos AG nicht herstellt, wie namentlich Energierohstoffpreise, die stark von externen Einflüssen (z.B. Währung, Angebot und Nachfrage im Ausland mit entsprechenden Preisauswirkungen) geprägt sind.
- Es ist unschwer erkennbar, dass sich die auch von externen Einflüssen geprägten Lebenshaltungskosten deutlich anders entwickeln als die Kosten für Entwicklungen, Produktion, Vertrieb und Dienstleistungen aller Art auf dem Gebiet der Kommunikations-, Netzwerk- und Computertechnik.
- Beweis:** Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.
- (184) Eine Gleichsetzung von Inflationsrate und möglichen Umsatzsteigerungen im Geschäftsbereich der Cycos AG verbietet sich somit. Es ist deshalb nicht richtig, die Wachstumsrate der Ertragsüberschüsse der Cycos AG und die Inflationsrate unmittelbar in Bezug zu setzen.
- (185) Der Rüge der Antragsteller liegt offensichtlich die Vorstellung zugrunde, Unternehmen könnten inflationsbedingte Kostensteigerungen grundsätzlich jedenfalls zu einem großen Teil an den Absatzmarkt weitergeben. Dies kann jedoch nicht ohne weiteres unterstellt werden. Vielmehr ist im konkreten Bewertungsfall zu entscheiden, in welcher Höhe das zu bewertende Unternehmen Preissteigerungen tatsächlich überwälzen kann.

(186) Bei der Festlegung des Wachstumsabschlags muss die Ertragsstruktur des betreffenden Unternehmens daraufhin untersucht werden, ob und inwieweit gerade dieses Unternehmen negative Inflationswirkungen vermeiden kann.

- *Piltz*, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., S. 178 f.; *Wagner*, in: WP-Handbuch, Bd. II, 13. Aufl., A, Rn. 215f.; siehe auch OLG Düsseldorf, AG 2002, 398, 401 (0,5 %); NZG 2000, 1079, 1082 (1 %); NZG 2000, 693, 696 (1 %); OLG Hamburg, NZG 2001, 471, 472 (0,5 %); OLG Stuttgart, NZG 2000, 744, 747 (kein Wachstumsabschlag). -

(187) Nach der Rechtsprechung kann dabei regelmäßig gerade nicht die volle Inflationsrate angesetzt werden, weil nicht allgemein erwartet werden kann, dass zukünftige Kostensteigerungen in vollem Umfang auf die Abnehmer überwältigt oder durch Produktivitätsfortschritte aufgefangen werden können.

- Vgl. BayObLG, AG 2002, 392, 393; AG 2002, 388, 389. -

Zudem belegen empirische Untersuchungen, dass das im langfristigen Durchschnitt erwartete Gewinnwachstum von Unternehmen ganz erheblich hinter der durchschnittlichen Inflationsrate zurück bleibt.

- Siehe ausführlich *Widmann/Schieszl/Jeromin*, FinanzBetrieb 2003, 800, 809. -

(188) Entgegen einem weit verbreiteten Irrtum bedeutet ein Wachstumsabschlag von 0 % im Übrigen nicht, dass ein Unternehmen inflationsbedingte Kostensteigerungen nicht weitergeben könne. Im Gegenteil, ein Wachstumsabschlag von 0 % bedeutet, dass die Kostensteigerungen in vollem Umfang weitergegeben werden können, nur wachsen die Erträge nicht zusätzlich. Demgegenüber bedeutet der bei der vorliegenden Bewertung ange setzte Wachstumsabschlag von 1,5 %, dass die Erträge des bewerteten Unternehmens nachhaltig weiter wachsen und nicht – wie es einige Antragsteller behaupten – schrumpfen.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

d) Keine gegenläufige Rechtsprechung

- (189) Auch die von den Antragstellern zu 1, 2, 10, 11 und 16 zitierte angeblich gegenläufige Rechtsprechung, (AS AST 1, S. 4; AS AST 2, S. 4; AS AST 10, S. 4; AS AST 11, S. 3; AS AST 16, S. 3) existiert nicht.
- (190) Selbst die von den Antragstellern zitierte Entscheidung (BayObLG, FGPrax 2001, 215) sieht lediglich einen Wachstumsabschlag von 1,8 % vor. Die Aussage, die unendliche Rendite sei unglaubwürdig, wie sie die Antragsteller zu 1 und 2, 10, 11, 16 der Entscheidung entnehmen, geht nicht aus ihr hervor.
- (191) Der Hinweis auf andere Gerichtsentscheidungen geht im Übrigen schon deshalb fehl, weil der Wachstumsabschlag für jedes Unternehmen nach dessen individuellen Verhältnissen zu ermitteln ist. Die Höhe des Wachstumsabschlags ist keine konstante, in allen Fällen identische Größe, sondern richtet sich nach den jeweiligen Einzel- und Besonderheiten des individuell zu bewertenden Unternehmens. Aufgrund der Einzelfallbezogenheit des Wachstumsabschlags verbietet sich ein Vergleich mit anderen Bewertungen diverser Unternehmen aus unterschiedlichsten Branchen.
- (192) Auch das Zitat der Antragsteller zu 12-15 (AS AST 12-15, S. 7), mit dem sie eine ständige Rechtsprechung ausmachen wollen, geht ins Leere. *Siepe* betont zum einen, dass es sich um eine Angelegenheit des Einzelfalls handelt. Zum anderen weist er lediglich darauf hin, dass die Rechtsprechung überwiegend einen Wachstumsabschlag von 0,5 bis 2,0 % für angemessen hält. Auch in der neuen Auflage des WP-Handbuchs bleibt es bei dieser Spannbreite.
- *Siepe*, in: WP-Handbuch, Bd II, 12. Aufl., A, Rn. 300; *Wagner*, in: WP-Handbuch, Bd. II, 13. Aufl., A, Rn. 324. -
- (193) Der für die Cycos AG angesetzte Wachstumsabschlag von 1,5 % liegt im oberen Bereich dieses Korridors.

4. Ansatz persönlicher Ertragssteuer beim Kapitalisierungszinssatz

- (194) Die Antragsteller zu 26, 28 sowie 32 kritisieren, dass die persönlichen Steuern nur beim Basiszinssatz berücksichtigt würden, nicht jedoch beim Risikozuschlag (AS

AST 26, S. 10; AS AST 28, S. 11; AS AST 32, S. 3). Diese Kritik ist unzutreffend. Die persönlichen Ertragssteuern sind im Rahmen des gesamten Kapitalisierungszinssatzes zu berücksichtigen.

(195) Der Basiszinssatz wurde um die typisierte persönliche Ertragssteuer reduziert (gutachtliche Stellungnahme, S. 54). Beim Risikozuschlag wurden persönliche Steuern bereits bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie nach dem Tax-CAPM berücksichtigt (zur Verwendung des Tax-CAPM bereits oben Rn. 101 ff.).

- Siehe IDW Standard S 1 vom 18.10.2005, Tz. 129; *Dausend/Schmitt*, FinanzBetrieb 2006, 153, 154. -

(196) Denn die Risikoprämie wird empirisch bereits als Größe nach persönlichen Steuern ermittelt. Zur Vermeidung einer doppelten Steuerberücksichtigung ist eine Kürzung der Risikoprämie nicht mehr zulässig.

(197) Dies entspricht exakt der Vorgehensweise bei der Bewertung der Cycos AG.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

III. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

(198) Die Antragsteller zu 1, 2 sowie 10-16 monieren die Darstellung der nicht betriebsnotwendigen liquiden Mittel im Gutachten von PwC als „extremst dünn“ (AS AST 1, S. 5, bzw. AS AST 2, S. 5; AS AST 10, S. 4; AS AST 11, S. 4; AS AST 12-15, S. 8 f., AS AST 16, S. 4). Die Antragsteller zu 7, 19 und 23 tragen zudem vor, erfahrungsgemäß könne ein erheblicher Teil des gezeichneten Kapitals, der Kapital- und Gewinnrücklagen zumindest anteilig aufgelöst werden (AS AST 7, S. 2; AS AST 19, S. 3; AS AST 23, S. 3). Insgesamt lasse das Gutachten jegliche Detaildarstellung, etwa zum Verkauf des Geldmarktfonds „SGAM Invest Liquidités Euro BC“ vermissen (AS AST 1, S. 5, bzw. AS AST 2, S. 5; AS AST 10, S. 4; AS AST 11, S. 4; AS AST 16, S. 4). Die Antragstellerin zu 25 kritisiert, dass eine Liquidität von fast EUR 30 Mio. nicht operativ in die Planung einfließe, sondern als nicht betriebsnotwendig der Konzernmutter als Festgeld zur Verfügung gestellt werde (AS AST 25, S. 3). Gänzlich pauschal behauptet der Antragsteller zu 31, es sei davon auszugehen, dass die Gesellschaft über weitere liquide Mittel verfüge. Eine Begründung für die Annahme von liquiden Mitteln in Höhe von EUR 29,5 Mio. werde nicht angeführt (AS AST 31, S. 4). Die Antragsteller zu 26 und 28 kritisieren, dass die Cashpoolforderungen nicht vollumfänglich in Höhe von EUR 33,85 Mio. angesetzt wurden (AS AST 26, S. 14; AS AST 28, S. 14). Der Antragsteller zu 27

kritisiert, dass sich nach Abzug der EUR 2,2 Mio. als betriebsnotwendig eine Differenz von über EUR 2 Mio. ergebe (AS AST 27, S. 4). Der gemeinsame Vertreter geht von einem nicht betriebsnotwendigen Vermögen von EUR 35 Mio. aus (vgl. dessen Schriftsatz vom 10.03.2008, S. 4).

- (199) Sämtliche Kritikpunkte sind unsubstantiiert und unzutreffend. Die Wertgutachter führen nämlich zutreffend und ausführlich aus, wie sie die Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens vorgenommen haben. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen wurde zutreffend ermittelt.
- (200) In einem ersten Schritt wurden der Gesamtbestand der liquiden Mittel der Gesellschaft sowie die Finanzpoolforderungen zum 30.09.2006 ermittelt. In diesem Zusammenhang wurde der in dem Posten Wertpapiere enthaltene Geldmarktfonds „SGAM Invest Liquidités Euro BC“ fiktiv veräußert (Rn. 209 der gutachtlichen Stellungnahme). In einem zweiten Schritt wurde der als betriebsnotwendig klassifizierte Kassenbestand auf Grundlage von Vergangenheitsanalysen festgesetzt, wofür insbesondere die rollierend anfallenden durchschnittlichen Auszahlungen für Personalkosten, Materialkosten und Investitionen herangezogen wurden (Rn. 209 f. der gutachtlichen Stellungnahme). Die angesetzten durchschnittlichen Auszahlungen für Personalkosten, Materialkosten und Investitionen sind für den Betrieb des Unternehmens notwendig, da sie zur Deckung regelmäßig wiederkehrender Auszahlungen notwendig sind. Unter diesen Umständen erscheinen die Einwände der Antragsteller zu 1, 2, 10, 11, 16, 26 und 28 sowie des gemeinsamen Vertreters, der fälschlicherweise die liquiden Mittel mit dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen gleichsetzt, nicht nachvollziehbar. Aus diesem Grund führen auch die nachfolgenden Berechnungen zur Erhöhung des Unternehmenswertes in die Irre.

Eine Berechnung des Betrags nicht betriebsnotwendiger liquider Mittel auf der Basis von Daten per 30.09.2007 bzw. 31.12.2007 – wie sie vom gemeinsamen Vertreter vorgenommen wurde – scheidet bereits aufgrund des Stichtagsprinzips aus. Entscheidend für die Ermittlung des Betrags nicht betriebsnotwendiger liquider Mittel ist der Bewertungsstichtag 03.05.2007. Auf Grundlage des Gesamtbestandes an liquiden Mitteln zum Bewertungsstichtag und dem als betriebsnotwendig erachteten Bestand von rund EUR 2,2 Mio. wurde der Bestand nicht betriebsnotwendiger liquider Mittel abgeleitet und dem Unternehmenswert als Sonderwert zum Nominalwert hinzugerechnet. Von einer Festgeldanlage von EUR 5,5 Mio., wie vom gemeinsamen Vertreter behauptet, kann keineswegs die Rede sein, da die betriebsnotwendigen Mittel zum Bewertungsstichtag auf rund EUR 2,2 Mio. reduziert wurden.

Auch die vom gemeinsamen Vertreter angeführte Behauptung, dass die zu erwartenden geringeren Steuerzahlungen das geringere Finanzergebnis zum Teil ausgleichen würden, ist so nicht korrekt. Da sich die nach dem Verbrauch der steuerlichen Verlustvorträge zu erwartenden Steuerzahlungen in spätere Jahre verschieben würden, ergibt sich daraus lediglich ein Steuerstundungseffekt und der werterhöhende Effekt aus den steuerlichen Verlustvorträgen bleibt nahezu identisch.

Ferner ist anzuführen, dass der Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen überwiegend nicht aus der französischen Tochtergesellschaft resultiert, sondern zum Großteil auf die geänderten Abrechnungsmodalitäten im Siemens-Konzern zurückzuführen und daher dauerhafter Natur ist. Insbesondere ist die Beendigung der elektronischen Verrechnung von Forderungen mit dem Mutterkonzern Siemens ab dem Beginn des Geschäftsjahres 2006/2007 zu beachten.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

- (201) Auch der Einwand des Antragstellers zu 27 (AS AST 27, S. 4), dass sich nach Abzug der EUR 2,2 Mio. immer noch eine Differenz von ca. EUR 2 Mio. ergebe, ist nicht tragfähig. Dieser Annahme liegen die Zahlen vom 30.09.2006 zugrunde, auf die es aber bei der Bewertung der Cycos AG nicht ankommt. Maßgeblich ist der 03.05.2007 als der Tag, an dem die Hauptversammlung der Cycos AG den Beschluss über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag gefasst hat.
- (202) Unzutreffend ist der Vortrag einiger Antragsteller, erfahrungsgemäß sei ein Teil der Kapitalrücklage als nicht betriebsnotwendiges Vermögen anzusehen. Gerundet wurde bei der Cycos AG ein Sonderwert aus nicht betriebsnotwendiger Liquidität von 29.500 TEUR angenommen (Rn. 211 der gutachtlichen Stellungnahme). Dieser Betrag setzt sich gerade aus einem Teil der liquiden Mittel zusammen, der die Kapitalrücklage bildet, welche die Antragsteller zu 7, 19 und 23 berücksichtigt wissen wollen. Ausweislich des Halbjahresberichts der Cycos AG 2006/2007 per 31.03.2007 betrug die Kapitalrücklage zu diesem Zeitpunkt rund EUR 29,5 Mio., was der als nicht betriebsnotwendig qualifizierten Liquidität im Rahmen der Unternehmensbewertung entspricht.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

- (203) Eine Plausibilitätskontrolle war auf Basis der gemachten Angaben ohne weiteres möglich. Die Antragstellerin zu 25 verkennt bei ihrer Kritik am Ansatz des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, dass dies zur Erhöhung des Ertragswertes und damit zur Erhöhung

der Abfindung führt. Im Übrigen ist ihre Kritik sowie die Kritik des Antragstellers zu 40, der die Marktüblichkeit der Verzinsung bezweifelt (AS AST 40, S. 8 und 18), ungerechtfertigt. Der Sonderwert aus nicht betriebsnotwendigem Vermögen besteht aus liquiden Mitteln und der Finanzpoolforderung. Diese sind nicht betriebsnotwendig, weil sie für die Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebes nicht erforderlich sind.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

- (204) Sofern sich der Antragsteller zu 40 im Hinblick auf die Verzinsung der nicht betriebsnotwendigen liquiden Mittel auf Auskünfte des Vorstandes der Cycos vom 03.05.2006 beruft, ist davon auszugehen, dass er die Auskunft des Vorstandsmitgliedes Schuster in der Hauptversammlung vom 03.05.2007 meint. Herr Schuster sprach aber nicht von einer Verzinsung von 2,0 %, sondern legte einzeln aufgeschlüsselt die Zinssätze für unterschiedliche Zeiträume dar. Daraus ergibt sich ein durchschnittlicher Zinssatz vom 01.10.2003 bis zum 30.09. 2006 von rund 2,5 %.

Beweis: Niederschrift über die ordentliche Hauptversammlung der Cycos AG vom 03.05.2007, S. 16, auszugsweise vorgelegt in Kopie, **Anlage 8.** -

- (205) Nicht einzuleuchten vermag die Kritik des gemeinsamen Vertreters an der Annahme der künftigen Verzinsung von 3,3 - 3,5 % (vgl. dessen Schriftsatz vom 10.03.2008, S. 5), die der Berechnung von PwC zugrunde liegt. Diese Argumentation ist nicht nachvollziehbar, da ausgehend von einem Bestand von rund EUR 2,2 Mio. bei einem Guthabenzinssatz von 3,5 % ein Zinsertrag von rund 77 TEUR resultiert. Das in der gutachtlichen Stellungnahme unter der Tz. 176 ausgewiesene Finanzergebnis liegt leicht oberhalb dieses Betrags. Der zusätzliche Zinsertrag resultiert im Wesentlichen aus der Anlage der zur Ausschüttung vorgesehenen Beträge in dem Zeitraum von Geschäftsjahresende bis zum näherungsweise abgeleiteten Ausschüttungszeitpunkt zur Mitte des folgenden Geschäftsjahres (vgl. Tz. 204 der gutachtlichen Stellungnahme).
- (206) Wenn der Antragsteller zu 40 kritisiert, ein Teil der Liquiditätsreserve hätte in die Forschung und Entwicklung fließen können (AS AST 40, S. 9), verkennt er, dass es sich zum einen dann um betriebsnotwendiges Vermögen handeln würde und zum anderen, die Cycos AG bereits ausreichende Mittel in Forschung und Entwicklung investiert. Letztlich wendet sich der Antragsteller damit auch gegen unternehmerische Entscheidungen. Aufgabe des Spruchverfahrens ist aber nicht, die Zweckmäßigkeit der Unternehmenspolitik zu überprüfen, sondern ausschließlich die Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich. Unternehmensentscheidungen stehen dabei grundsätzlich nicht zur Disposition.

- (207) Ebenfalls unzutreffend ist die Kritik des Antragstellers zu 40, die Aussage, die Optimierung des Vertriebs der mrs-Technologie sei nur durch die gesellschaftsrechtliche Verflechtung mit der Siemens AG zu leisten, sei falsch, weil sich die Cycos AG aller Mittel, die sonst zur Investition hätten genutzt werden können, begeben habe (AS AST 40, S. 9 f.). Anhaltspunkte für eine solche Behauptung gibt es nicht; das Gegenteil ist der Fall. Aufgrund der Nutzungsmöglichkeit der Siemens-Vertriebsstruktur sind der Cycos AG nämlich Vorteile entstanden.

Beweis: Zeugnis von Dr. Dirk Leising, zu laden über die Cycos AG, Joseph-von-Fraunhofer-Straße 7, 52477 Alsdorf.

IV. Sonstige Rügen

1. Immaterieller Wert der Marke unbeachtlich

- (208) Zu Unrecht meinen die Antragsteller zu 1 und 2, 10, 11 und 16, es sei nicht ersichtlich, wie der immaterielle Wert der Marke Cycos und der weiteren der Cycos AG gehörenden Marken angesetzt worden sei (AS AST 1, S. 8; AS AST 2, S. 7; AS AST 10, S. 6; AS AST 11, S. 5 f.; AS AST 16, S. 6).
- (209) Der Wert der einzelnen Marken ist implizit in der Planung der Umsatzerlöse und damit auch im Ertragswert der Gesellschaft angemessen berücksichtigt. Der Wert einer Marke wird daraus abgeleitet, dass sie im Zusammenwirken mit anderen Erfolgsfaktoren finanzielle Überschüsse für die Eigentümer erwirtschaftet. Der Wert der einzelnen Marken spiegelt sich daher bereits in den geplanten Ergebnisbeiträgen der einzelnen Sparten wider, da hier aufgrund der Marke entsprechend höhere Absatzmengen oder Durchschnittspreise erzielt werden können, als bei „No-Name“-Produkten.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

2. Zur Planungsrechnung

- (210) Die Antragsteller zu 1-6, 8-18, 20-22, 25, 33-35 sowie 40 sind der Auffassung, die Planungsrechnungen seien nicht korrekt bzw. nicht nachvollziehbar. Die Antragsteller stützen diese Ansicht weitestgehend auf allgemein gehaltene, völlig unsubstantiierte Behauptungen, die der Sache nach zudem nicht zutreffen. Dazu im Einzelnen:

a) Sachgerechte Planannahmen

(211) Die Planannahmen sind sowohl hinsichtlich der Vergangenheitsanalyse als auch der operativen Planung nicht zu beanstanden.

aa) Vergangenheitsanalyse

(212) Nach Ansicht der Antragsteller zu 1, 2 sowie 10-16 überzeugen die Planungsrechnungen nicht. So zeige die Vergangenheitsanalyse, dass die Planungsrechnungen nicht über die erforderliche Zuverlässigkeit verfügten (AS AST 1, S. 7; AS AST 2, S. 7; AS AST 10, S. 5; AS AST 11, S. 5; AS AST 12-15, S. 7 f.; AS AST 16, S. 5). Die Antragsteller zu 34 und 35 kritisieren die Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse (AS AST 34 und 35, S. 5). Der gemeinsame Vertreter hält die Aussagen von PwC zur Planungstreue der Gesellschaft für nicht nachvollziehbar (vgl. dessen Schriftsatz vom 10.03.2007, S. 2).

(213) PwC hat den Planungsprozess und die Planungstreue in der Vergangenheit analysiert (ausführlich dazu Seite 35 und 36 der gutachtlichen Stellungnahme). Grundlage der Vergangenheitsanalyse waren die geprüften Konzernabschlüsse der Cycos AG für die Jahre 2003/2004 bis 2005/2006. Bei den erfolgten Bereinigungen handelt es sich um außerordentliche und periodenfremde Effekte. Der Schluss, Planabweichungen der Vergangenheit seien zukünftig fortzuschreiben, ist deshalb unzulässig.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(214) Es ist unumstrittene Bewertungspraxis, dass die Vergangenheitswerte um außergewöhnliche und aperiodische Ereignisse zu bereinigen sind.

- Wagner, in: WP-Handbuch, Bd. II, 13. Aufl., A, Rn. 246.

(215) Nur so kann eine Vergleichbarkeit der Vergangenheitsergebnisse erreicht werden, die für den Vergleich mit Prognosedaten zwingend erforderlich ist. PwC legt ausführlich dar, um welche perio-

den fremden Ereignisse die Vergangenheitsergebnisse bereinigt wurden und aus welchem Grund dies notwendig war (gutachtliche Stellungnahme, S. 32 f.).

(216)

Hinsichtlich der Kritik des gemeinsamen Vertreters bleibt festzuhalten, dass PwC ausführlich erläutert, weshalb die Planung zum Zwecke der Bewertung geeignet ist (gutachtliche Stellungnahme, S. 36). Die absolute EBIT-Plan-Ist-Abweichung ist gering; betrachtet man die letzten beiden Geschäftsjahre, so ist die Abweichung weniger deutlich. Nicht zuletzt ist zu berücksichtigen, dass die Cycos AG im Technologiemarktumfeld tätig ist, das sich als sehr dynamisch erweist. Ferner analysiert PwC die Gründe für die Planabweichungen und stellt fest, dass sie vor allem auf periodenfremde, außerordentliche Erträge zurückzuführen sind. Auch die sachverständigen Prüfer haben die Planungstreue als gegeben angesehen (vgl. deren Prüfungsbericht, S. 20).

(217)

Die Antragsteller zu 26, 29 und 39 kritisieren, die Planung in der Vergangenheit sei zu pessimistisch gewesen (AS AST 26, S. 12; AS AST 28, S. 13; AS AST 39, S. 3). Dies ist nicht zutreffend. Eine Unterschätzung des EBITs im Geschäftsjahr 2003/2004 war insbesondere auf die Einbeziehung in den Siemens-Konzernverbund und die Ausdehnung der Geschäftsaktivitäten mit Siemens-Gesellschaften zurückzuführen. Die dadurch bedingte Steigerung der Forschungs-, Entwicklungs- sowie Lizenzverträge in diesem Verbund entwickelte sich dynamischer als geplant und konnte zum damaligen Zeitpunkt infolge nicht vorhersehbarer Entwicklungen nicht vollständig antizipiert werden (vgl. S. 36 des Gutachtens).

(218)

Unzutreffend ist die Behauptung der Antragsteller zu 4 und 5, die in der Vergangenheit mit dem Hauptaktionär und dessen Konzern abseits eines organvertraglichen Verhältnisses erzielten Umsätze und Gegenleistungen seien nicht angemessen gewesen, und die nicht ausgeglichenen Nachteile seien dem Unternehmenswert der Cycos AG zuzuschlagen (AS AST 4 und 5, S. 4 f.). Es wird auch nicht ansatzweise substantiiert dargelegt, woraus etwaige Nachteile resultieren sollen. Sie resultieren jedenfalls nicht daraus, dass die Siemens AG seit mehreren Jahren in verschiedenen Tätigkeitsfel-

dem Hauptgeschäftspartner der Cycos AG war. Die damit verbundene Auftragslage hat vielmehr überhaupt erst die Voraussetzungen dafür geschaffen, dass die Cycos AG derartige Umsätze wie in der Vergangenheit erwirtschaften konnte. Verträge zwischen der Cycos AG und der Siemens AG wurden in der Vergangenheit immer wie unter „fremden Dritten“ ausgehandelt. Es bestand insoweit immer eine Angemessenheit von Leistung und Gegenleistung.

Beweis: Zeugnis von Herrn Schretzenmayer und Dr. Bartels-Hetzler, beide zu laden über KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Ganghoferstraße 29, 80339 München.

(219)

Ebenfalls neben der Sache liegt die Kritik der Antragsteller zu 4 und 5, die Cycos AG erziele seit Jahren mehr als 50 % ihrer Umsätze mit Unternehmen des Siemens-Konzern und sei deshalb für Siemens mehrere Jahre Produktentwickler gewesen und habe die Investitionskosten getragen, nunmehr aber resultierten für den Siemens-Konzern aus dem Unternehmensvertrag nur Vorteile, so dass Siemens die Ertragspotenziale realisieren könne (so aber die AS AST 4 und 5, S. 4 f.). Dass eine solche Argumentation nicht trägt, wird schon daran deutlich, dass sich Cycos wegen zunehmenden Preis- und Margendruckes sowie aufgrund von Umsatz- und Kostenproblemen im Auslandsgeschäft gezwungen sah, für das Geschäftsjahr 2006/2007 einen Rückgang des operativen Konzernergebnisses (EBIT) auf EUR -1,8 bis -2,6 Mio. bzw. auf EUR -3,0 bis -4,0 anzukündigen (siehe dazu bereits oben, Rn. 4). Dieser Verlust, der in der Unternehmensplanung und in der Unternehmensbewertung keine Berücksichtigung fand, ist nunmehr von der Vertragspartnerin ohne Beteiligung der übrigen Aktionäre zu tragen – eine Folge, die ohne Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags nicht eingetreten wäre.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(220)

Die Kritik des Antragstellers zu 40, man hätte bei der Vergangenheitsanalyse einen Zeitraum betrachten müssen, der vor das Jahr 2003 zurückgeht (AS AST 40, S. 17), greift nicht. Es ist allgemein anerkannt, dass im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die Geschäftsjahre mit größerer zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag stärker berücksichtigt werden als weiter zurückliegende Jahre. Zu wählen ist ein aussagefähiger Referenzzeitraum. Drei Jahre sind dabei ausreichend.

- *Wagner*, in: WP-Handbuch, Bd. II, 13. Aufl., A, Rn. 153;
Popp, in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 113 f. –

(221)

Auch die Kritik der Antragsteller zu 34 und 35, man hätte bei der Bereinigung der Vergangenheitsanalyse den im Geschäftsjahr 2003/2004 erfolgten Forderungsverzicht gegenüber der Tochtergesellschaft Cycos France SAS mit den entsprechenden steuerlichen Auswirkungen berücksichtigen müssen (AS AST 34 und 35, S. 5) geht fehl. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse der Cycos AG erfolgte eine Betrachtung der Ergebnisentwicklung der Geschäftsjahre 2003/2004, 2004/2005 und 2005/2006 auf der Ebene des operativen Ergebnisses (EBIT). Auf dieser Basis wurden auch die Bereinigungen vorgenommen. Bei dem Forderungsverzicht der Cycos AG gegenüber der Cycos France SAS handelte es sich um eine innerkonzernliche Maßnahme, die im Rahmen der konsolidierten Betrachtung des Cycos-Konzerns nicht relevant war. Eine Korrektur etwaiger steuerlicher Effekte war aufgrund der Betrachtungsebene EBIT (also Ergebnis vor Steuern) ebenfalls nicht notwendig.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

bb) Operative Planung

(222)

Nach Ansicht der Antragsteller zu 1-6, 10-18, 20-22, 25, 27, 30, 34, 35, 37-39 sollen die Planungsrechnungen nicht überzeugen. Sie seien zu pessimistisch bzw. falsch und nicht nachvollziehbar (AS

AST 1, S. 7; AS AST 2, S. 7; Schriftsatz AST 3 vom 14. 12. 2007, S. 5; AS AST 4 und 5, S. 5; AS AST 6, S. 1; AS AST 10, S. 5; AS AST 11, S. 5; AS AST 12-15, S. 7 f.; AS AST 16, S. 5; AS AST 17, S. 3; AS AST 18, S. 3; AS AST 20-22, S. 7; AS AST 25, S. 3; AS AST 27, S. 5; AS AST 30, S. 5; AS AST 34 und 35, S. 5; AS AST 37 und 38, S. 7; AS AST 39, S. 3). Auch der gemeinsame Vertreter wendet sich gegen die operative Planung (vgl. dessen Schriftsatz vom 10.03.2008, S. 2 f.).

(223)

Diese pauschalen Einwendungen sind unsubstantiiert und nicht sachgerecht. Mangels einer substantiierten Darlegung sind sie Behauptungen „ins Blaue hinein“ und damit unbeachtlich. Zudem bestehen daran, dass sich die Geschäftsentwicklung tatsächlich eingetrübt hat, keine Zweifel, nicht zuletzt wegen der Gewinnwarnungen der Cycos AG vom 13.06.2007 und 27.07.2007 (siehe dazu bereits oben, Rn. 4).

(224)

Die Argumentation der Antragsteller zu 3 und 30 (AS AST 3 und 30, S. 5-6) kann hier nicht greifen. Die in der Planung der Cycos AG ausgewiesenen Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen ermöglichen gerade erst den Ansatz einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,5 % p.a. Eine solche Wachstumsrate lässt sich von Unternehmen nur aufgrund eines stark wachsenden Gesamtmarktes oder auf Basis von verstärkten Investitionen, beispielsweise in Forschung und Entwicklung, erzielen. Die Cycos AG plant, durch verstärkte Anstrengungen in diesem Bereich innovative Lösungen entwickeln zu können und dadurch gegenüber ihren Wettbewerbern Vorteile zu realisieren, die ein entsprechendes Wachstum in den von ihr besetzten Märkten künftig ermöglichen.

(225)

Die Planungsrechnungen berücksichtigen einen ausreichend langen Zeitraum, aus dem die Geschäftsentwicklung ersichtlich ist. Für die Geschäftsjahre 2006/2007 bis 2009/2010 wurde eine detaillierte Absatz- und Kostenplanung zugrunde gelegt (S. 35, Rn. 131 der gutachtlichen Stellungnahme). Die einzelnen Annahmen hat PwC analysiert und in der gutachtlichen Stellungnahme dargelegt, beispielsweise warum von der Cycos AG für das OEM-Geschäft analog zur Vergangenheitsentwicklung mit keinem Wachstum ge-

rechnet wird. Ursächlich hierfür waren die erwarteten fortschreitenden Veralterungstendenzen von Cycos-Entwicklungen sowie der generelle Preisverfall in der Branche (vgl. Rn. 140, S. 38 der gutachtlichen Stellungnahme). Davon ausgehend wurde die zu erwartende Marktentwicklung zur Analyse der Umsatz- und Kostenplanungen herangezogen und die einzelnen Posten der Erfolgsplanung auf ihre Konsistenz und Vollständigkeit analysiert. Anschließend wurde ein repräsentatives Durchschnittsergebnis für den Zeitraum ab dem Geschäftsjahr 2010/2011 abgeleitet (zweite Planphase). Der Ausgangspunkt sowie die einzelnen Berechnungsschritte sind nachvollziehbar und umfassend.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(226)

Dass die Planannahmen auch für die Zukunft nicht zu pessimistisch sind, beweisen bereits die Ergebnisse aus dem Geschäftsjahr, 2006/2007 (vgl. dazu bereits ausführlich oben, Rn. 5 ff.). Würden diese Ist-Zahlen fortgeschrieben, müsste die Erwartung für Umsatz und EBIT deutlich reduziert werden.

(227)

Schlicht unzutreffend ist in diesem Zusammenhang der Vorwurf der Antragsteller zu 12-15, das Wartungsgeschäft sei unberücksichtigt geblieben (AS AST 12-15, S. 8). Das Wartungsgeschäft hat selbstverständlich Berücksichtigung gefunden (S. 38, Rn. 141 der gutachtlichen Stellungnahme). Ebenso unzutreffend ist, dass im Bereich der Wartung ein stärkeres Wachstum anzusetzen sei (AS AST 26, S. 11; AS AST 28, S. 12). Im Planungsjahr 2006/2007 wurde mit einem Umsatzzanstieg von 30,6 % gerechnet. Dieser Umsatzzanstieg resultiert aus einem Einmaleffekt bei der französischen Tochtergesellschaft und ist daher auch nicht in alle Ewigkeit fortzuschreiben. Da dieser Umsatzzanstieg nahezu vollständig auf die Entwicklung des lokalen Projektgeschäfts bei der französischen Tochtergesellschaft zurückzuführen ist und in den folgenden Planungsjahren mit hoher Wettbewerbsintensität und damit verbundener Preisverfall gerechnet wird, wird von einem moderaten Wachstum von 1,2 % p.a. in den Folgejahren ausgegangen.

(228)

Unzutreffend ist auch die Behauptung, beim Umsatzwachstum seien lediglich Großbritannien, Frankreich, Italien und Spanien berücksichtigt worden (AS AST 26, S. 11; AS AST 28, S. 12). Mit dem Segment „Übrige Welt“ wurden auch andere Länder berücksichtigt (S. 15, 36, 39 der gutachtlichen Stellungnahme).

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(229)

Nicht zutreffend sind auch die Behauptungen der Antragsteller zu 17, 18 und 27, der Anstieg der Herstellungskosten, Vertriebsaufwendungen und Verwaltungskosten sei zu hoch angesetzt (AS AST 17, S. 3; AS AST 18, S. 3; AS AST 27, S. 5). Der Anstieg der Vertriebskosten ist bedingt durch den geplanten Mitarbeiteraufbau, die Verwaltungskosten steigen ebenfalls wegen des geplanten Personalaufbaus, vor allem für die zum Bewertungszeitpunkt unterbesetzte französische Tochtergesellschaft. Zu den Herstellungskosten zählen auch die Forschungs- und Entwicklungskosten (S. 40 der gutachtlichen Stellungnahme).

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(230)

Auch der Vorwurf der Antragsteller zu 26 und 28, der Ansatz der Marge weise Ungereimtheiten auf (AS AST 26, S. 11; AS AST 28, S. 12) ist unzutreffend. Hierbei übersehen die Antragsteller, dass gerade im TK- und IT-Bereich besonders hohe Aufwendungen für Forschung und Entwicklung notwendig sind.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

Auch bei der vergleichenden Analyse der EBIT-Margen, die die Antragsteller 26 und 28 mit Unternehmen der Peer Group vornehmen, ist bezeichnend, dass sie einen Vergleich nur mit einigen spezifisch ausgewählten Unternehmen vornehmen, so dass ihrem Vergleich keinerlei Aussagekraft zukommt.

(231)

Grundlos ist auch die Kritik der Antragsteller zu 34 und 35, es fehle eine Darstellung prognostizierter Umsatzerlöse aus künftig beabsichtigten Produkteinführungen als Resultat der Forschungs- und Entwicklungstätigkeit (AS AST zu 34 und 35, S. 5). Es ist dem Charakter von Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen inhärent, dass sich nicht mit Sicherheit vorhersagen lässt, welche Produkte in den nächsten Jahren eine Markteinführung erleben werden und mit welchem Erfolg. Eine detaillierte Darstellung dieser aus den Forschungs- und Entwicklungstätigkeiten resultierenden Umsatzerlöse, insbesondere eine Aufschlüsselung nach Produkten war daher nicht möglich.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(232)

Der Antragsteller zu 40 kritisiert weiterhin die technologischen und wirtschaftlichen Verknüpfungen zwischen der Cycos AG und dem Siemens-Konzern (AS AST 40, S. 8). Welche Rüge der Antragsteller damit konkret verbindet, wird nicht deutlich. Auch der dafür gebrachte Beleg, nämlich die Bilanz der Cycos AG vom 01.01.2003 – 30.09.2003 ist nicht verständlich. Hier rügt der Antragsteller, dass mit der operativen Tätigkeit der Cycos AG ein Verlust von EUR 234.000 erzielt worden sei, der nur mit den Erträgen aus dem Darlehen an die Siemens AG habe kompensiert werden können (AS AST 40, S. 9). Es bleibt offen, welche Rüge der Antragsteller geltend machen will. Jedenfalls profitierte und profitiert die Cycos AG von der Kooperation mit dem Siemens-Konzern, konnte Verbundeffekte sinnvoll nutzen und dadurch Einsparungen erzielen.

Beweis: Zeugnis von Herrn Jürgen Diller, Vorstandsvorsitzender der Cycos AG, zu laden über die Cycos AG, Joseph-von-Fraunhofer-Straße 7, 52477 Alsdorf.

(233)

Auch die Kritik des gemeinsamen Vertreters hinsichtlich der Planung für das Geschäftsjahr 2006/2007 (vgl. dessen Schriftsatz vom 10.03.2008, S. 2 ff.) ist unbegründet. Die Vermutung, die der gemeinsame Vertreter hier anstellt, ist zwar korrekt; bei der Cycos

AG war für das GJ 2006/2007 tatsächlich mit einem operativen Verlust (EBIT) geplant worden.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

Allerdings ist nicht klar, welcher Kritikpunkt daraus abgeleitet werden soll.

b) Weitere unzutreffende Einwendungen

aa) Richtiger Kassenbestand

(234)

Die Berechnungen der Antragsteller zu 3 und 30 zum Kassenbestand sind falsch (Schriftsatz AST 3 vom 14.12. 2007, S. 5; AS AST 30, S. 5). Sie berufen sich auf Kassenbestände per 30.09.2006 und übersehen, dass diese zwar für den von ihnen zitierten Geschäftsbericht Cycos 2005/2006 maßgebend waren, nicht jedoch für die Bewertung der Cycos AG. Bewertungsstichtag ist der 03.05.2007 als Tag der über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag Beschluss fassenden Hauptversammlung. Zwischen beiden Daten liegen damit über sieben Monate.

Ein Vergleich der beiden Daten verbietet sich bereits wegen dieser zeitlichen Differenz. PwC hat diese Zahlen auch nicht einfach übernommen, sondern sie lediglich zum Ausgangspunkt der Überlegungen gemacht. Bestimmt wurde der Kassenbestand zum Bewertungsstichtag (vgl. Rn. 209, 211 der gutachtlichen Stellungnahme). Die Kürzungen sind entgegen des Vorwurfs der Antragsteller zu 3 und 30 keineswegs willkürlich, sondern lassen sich durch die unterschiedlichen maßgebenden Stichtage erklären.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(235)

Auch der Bezug vom Umsatz auf den Ertragswert des Unternehmens (Schriftsatz AST 3 vom 14.12. 2007, S. 5; AS AST 30, S. 5) geht fehl. Beide Werte hängen nicht unmittelbar zusammen. Zudem führten verschiedene Faktoren zu Kostensteigerungen: An-

stieg der Vertriebskosten, steigende Verwaltungskosten wegen geplanten Personalaufbaus sowie Forschungs- und Entwicklungskosten (S. 40, 41 der gutachtlichen Stellungnahme). Bereits steigende Kosten machen deutlich, dass Umsätze eines Unternehmens nicht mit dessen Unternehmenswert gleichgesetzt werden können. Daran können auch die Ausgaben für Forschung und Entwicklung nichts ändern, die notwendig sind, um mit den Innovationen des Marktes Schritt halten zu können (vgl. dazu auch die Ausführungen unter Rn. 174 ff.). Nur ausreichende Investitionen in die Forschung gewährleisten, dass Cycos nicht den Anschluss an die Entwicklungen auf dem Technologiesektor verpasst und somit auch langfristig ein operatives Wachstum in Höhe des Wachstumsabschlags von 1,5 % p.a. erzielen kann.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

bb) Korrekte Annahme der Planungsphasen

(236)

Entgegen der Auffassung der Antragsteller 26 und 28 ist die erste Planungsphase nicht zu kurz (AS AST 26, S. 9; AS AST 28, S. 10). Für die Detailplanungsphase wurde ein Zeitraum von vier Jahren zugrunde gelegt. Erst ab dem Geschäftsjahr 2010/2011 wurde die Phase der ewigen Rente eingeleitet. Dies entspricht den Vorgaben des IDW Standard S 1, der im Regelfall einen überschaubaren Zeitraum von drei bis fünf Jahren fordert.

- IDW Standard S 1 vom 18.10.2005, Tz. 85; *Wagner*, in: WP-Handbuch, Bd. II, 13. Aufl., A, Rn. 159. -

3. Keine Berücksichtigung der Steuerreform 2008

(237)

Neben der Sache liegt auch der Einwand der Antragsteller zu 3, 30, 34, 35 und 41-45, die Ertragswertermittlung habe die zu erwartenden Nettoerträge aus der Steuerreform 2008 „vergessen“ (vgl. Schriftsatz AST 3 vom 14.12.2007, S. 6; AS AST 30, S. 6; AS AST 34 und 35, S. 5, AS AST 41-45, S. 5). Nach § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG ist Bewertungsstichtag der Tag des Beschlusses der Hauptversammlung über den Unternehmensvertrag. Damit steht schon die Ansicht der An-

tragsteller zu 41-45, es sei auf den Zeitpunkt der gerichtlichen Entscheidung abzustellen, im Widerspruch zum eindeutigen Gesetzeswortlaut.

- (238) Maßgeblich sind nur die Tatsachen und Erkenntnismöglichkeiten zum Bewertungsstichtag. Tatsächliche Umstände, die erst später eintreten, wie auch Erkenntnismöglichkeiten, die zum Stichtag noch nicht existieren, sind hingegen nicht zu berücksichtigen. Laut IDW Standard S 1 gilt dieses Stichtagsprinzip auch für den Informationsstand über die Ertragssteuerbelastung der finanziellen Überschüsse.

- IDW Standard S 1 vom 18.10.2005, Tz. 23. -

- (239) Bewertungsstichtag ist hier der 03.05.2007. Zu diesem Zeitpunkt war das Gesetz zur Unternehmenssteuerreform 2008 noch nicht einmal vom Bundestag geschweige denn vom Bundesrat verabschiedet worden. Der Bundesrat stimmte am 06.07.2007 zu; erst dann bestand Sicherheit, dass die Steuerreform in Kraft treten würde. In einem solchen Fall entspricht es der obergerichtlichen Rechtsprechung, Änderungen des Steuersystems nach dem Stichtag nicht zu berücksichtigen.

- Vgl. nur: OLG Hamburg, NZG 2003, 89, 92. -

- (240) Allein das Vorliegen eines Gesetzesentwurfes der Bundesregierung kann zu keinem anderen Ergebnis führen. Von einem ersten Entwurf einer Regierung bis zu der Verabschiedung eines Gesetzes durch beide parlamentarische Kammern kann nicht nur sehr viel Zeit vergehen, sondern es können auch noch viele inhaltliche Änderungen geschehen, bis hin zur Ablehnung des Gesetzes im Bundestag oder Bundesrat. Einen solchen Regierungsentwurf zur Grundlage von Unternehmensbewertungen zu machen, wäre wegen des Konkretisierungserfordernisses und des Stichtagsprinzips nicht sachgerecht.

4. Steuerliche Sonderwerte

- (241) Die Rüge der Antragsteller zu 7, 19, 23, 26 und 28, bei der Unternehmensbewertung seien steuerliche Verlustvorträge bzw. latente Steueransprüche nicht berücksichtigt worden (AS AST 7, S. 2; AS AST 19, S. 3; AS AST 23, S. 3; AS AST 26, S. 13; AS AST 28, S. 14), ist falsch.

Bei der Ermittlung der betrieblichen Ertragsteuern wurden die Verlustvorträge berücksichtigt (Rn. 169 der gutachtlichen Stellungnahme). Daher war eine Berück-

sichtigung eines Sonderwertes aus Verlustvorträgen nicht angezeigt, weil diese bereits implizit im Ertragswert der Gesellschaft berücksichtigt wurden.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

5. Synergieeffekte

(242) Nach Auffassung der Antragsteller zu 1, 2, 10, 11 und 16 stellt sich die Frage, inwieweit Synergieeffekte in der Planungsrechnung berücksichtigt worden seien (AS AST 1, S. 7; AS AST 2, S. 7; AS AST 10, S. 5; AS AST 11, S. 5; AS AST 16, S. 5). Dieser Vortrag ist unbeachtlich, weil er vollkommen unsubstantiiert und nicht geeignet ist, Zweifel an der Ordnungsmäßigkeit der Bewertung zu wecken. Abgesehen davon, dass diese Rüge unsubstantiiert ist, ist sie auch unberechtigt.

Die Bewertungspraxis unterscheidet zwischen echten und unechten Synergien.

- IDW Standard S 1 vom 18.10.2005, Tz. 58, 59. -

(243) Unechte Synergien sind im Rahmen der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes zu berücksichtigen, sofern die synergiestiftenden Maßnahmen zum Bewertungsstichtag bereits hinreichend konkretisiert sind. Demgegenüber bleiben echte Synergien unberücksichtigt, weil sie erst nach Abschluss und Wirksamwerden der gesellschaftsrechtlichen Maßnahme gewonnen werden können und somit nicht mit dem Postulat eines objektivierten Unternehmenswertes vereinbar sind.

- IDW Standard S 1 vom 18.10.2005, Tz. 59. -

(244) Dies entspricht nicht nur der Bewertungspraxis und der ganz herrschenden Lehre, sondern auch der höchstrichterlichen Rechtsprechung.

- BGHZ 138, 136, 140; OLG Düsseldorf, DB 2000, 81, 81; OLG Düsseldorf AG 1998, 37, 38; OLG Stuttgart AG 2000, 428, 429; BayObLG AG 1996, 127, 128; Wagner, in: WP-Handbuch, Bd. II, 13. Aufl., A, Rn. 119; *Koppensteiner*, in: Kölner Kommentar zum AktG, Bd. 6, 3. Aufl., § 305, Rn. 65; *Riegger*, in: Kölner Kommentar zum SpruchG, Anh. § 11, Rn. 13; a.A. *Großfeld*, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., S. 64 ff. -

(245) Eine verlässliche Judikatur, wie sie die Antragsteller fordern (AS AST 12-15, S. 8), ist also längst vorhanden.

- (246) Entsprechend der Unterscheidung zwischen echten und unechten Synergien wurden keine zusätzlichen unechten Synergien identifiziert, die nicht schon durch die aktuellen Geschäftsbeziehungen zwischen dem Cycos-Konzern und der Siemens AG bzw. den mit ihr verbundenen Unternehmen (Vertriebs-, sowie Forschungs- und Entwicklungskooperationen und Finanzpool) auf Basis mehrjähriger gesellschaftsrechtlicher Verbindungen bestehen (Rn. 157 der gutachtlichen Stellungnahme).

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

- (247) Alle erwarteten unechten Synergieeffekte wurden bei der Bewertung berücksichtigt.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

6. Keine Annahme unterschiedlicher Zinssätze

- (248) Die Antragsteller zu 33, 37 und 38 behaupten, es gäbe eine nachteilige Einflussnahme des Siemens-Konzerns, die bei der Cycos zu deutlichen Wertvernichtungen geführt habe (vgl. AS AST 33, S. 7; AS AST 37 und 38, S. 6). Sie begründen dies damit, dass hinsichtlich des Finanzpools der Siemens AG von marktüblichen Zinsen gesprochen werde. Dies stehe im Widerspruch zu dem Zinssatz von 8,3 %, der bei Bemessung der Abfindung zu Grunde gelegt werde.

- (249) Die Antragsteller zu 33, 37 und 38 vermischen hierbei in unzulässiger Weise zwei verschiedene Zinssätze. Der Kapitalisierungszinssatz hat nichts mit den Zinssätzen im Finanzpool der Siemens AG zu tun.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

- (250) Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich aus dem Basiszinssatz, dem Risikozuschlag und dem Wachstumsabschlag zusammen. Er reduziert die künftigen, nacheinander anfallenden Überschüsse auf eine Größe zum Bewertungsstichtag. Man ermittelt so den Betrag, der bei Wiederanlage mit einem realistischen Zins Überschüsse bringt, die den zu erwarteten Unternehmensüberschüssen entsprechen.

- *Großfeld*, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., S. 114. -

- (251) Diese Ausführungen verdeutlichen, dass der Kapitalisierungszinssatz in keiner Weise mit dem Zinssatz hinsichtlich der Finanzpoolforderungen zusammenhängt, sondern zwei vollkommen unterschiedliche Sachgebiete betroffen sind. Insbesondere unterliegen beide Größen vollkommen anderen Risiko- und Fristigkeitsgesichtspunkten. So ist der Zinssatz im Rahmen des Finanzpools mit der Siemens AG ein nahezu risikoloser kurzfristiger Zins, wogegen der Kapitalisierungszinssatz einen risikobehafteten und langfristigen Zinssatz darstellt.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

7. Thesaurierungs-/Ausschüttungsannahme

- (252) Die Antragsteller zu 3, 8, 9, 17, 18, 27, 30, 33, 37 und 38 kritisieren zu Unrecht die Ausschüttungsquote (Schriftsatz AST 3 vom 14.12.2007, S. 6; AS AST 8, S. 3 bzw. AS AST 9, S. 3; AS AST 17, S. 5; AS AST 18, S. 5; AS AST 27, S. 4; AS AST 30, S. 6; AS AST 33, S. 6; AS AST 37 und 38, S. 6).

- (253) In der Detailplanungsphase wurde die von der Gesellschaft geplante und der Ergebnisplanung zugrunde liegende Ausschüttungspolitik bei der Ermittlung des Unternehmenswertes übernommen. Für die Jahre ab 2010/2011 war eine Annahme hinsichtlich der Ausschüttungspolitik zu treffen, die sich grundsätzlich an dem Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage orientieren soll.

- Vgl. hierzu IDW Standard S 1 vom 18.10.2005, Tz. 45-47. -

- (254) Unzutreffend und geradezu haltlos ist vor diesem Hintergrund der Vorwurf der Antragsteller zu 37 und 38, gerade im Zeitraum der ewigen Rente sei zu Lasten der außenstehenden Aktionäre kalkuliert worden, um diese zu benachteiligen (AS AST 37 und 38, S. 6). Es entspricht den Vorgaben des IDW, zwischen den verschiedenen Planungsphasen zu unterscheiden und in der Phase der ewigen Rente typisierende Annahmen zu treffen.

- *Wagner*, in: WP-Handbuch, Bd. II, 13. Aufl., A, Rn. 97. -

Dabei kann auf eine am Markt beobachtbare durchschnittliche Ausschüttungsquote von Unternehmen, die im DAX und im MDAX vertreten sind, zurückgegriffen werden. Diese beträgt rund 50,0 %.

- vgl. *Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel*, WPg 2004, 889, 894; *Wagner*, in: WP-Handbuch, Bd. II, 13. Aufl., A, Rn. 97. -

Die vorliegende Thesaurierungsannahme entspricht somit dem derzeitigen Stand der wissenschaftlichen Erkenntnisse und wurde hinsichtlich der Ausschüttungsquote aus der derzeitigen Vorgehensweise in der Praxis abgeleitet.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

- (255) Zudem wurde die Annahme von 50 % mit Hilfe von Vergleichsunternehmen plausibilisiert. Auf Basis der Peer Group konnte kein spezieller Branchentrend abgeleitet werden, weil die darin enthaltenen Vergleichsunternehmen durchschnittliche Ausschüttungsquoten zwischen 0 % und 92 % aufwiesen. Festhalten ließ sich indes, dass die Siemens AG im Geschäftsjahr 2005/2006 eine Ausschüttungsquote von 54 % hatte und auch im Folgejahr die Ausschüttungsquote über dem langjährigen Durchschnitt von 40 % lag (vgl. Rn. 171 ff. der gutachtlichen Stellungnahme).

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

- (256) Die Antragsteller zu 3 und 33 haben Recht, dass seit Einführung des steuerlichen Halbeinkünfteverfahrens und der damit verbundenen definitiven Körperschaftsteuerbelastung in Höhe von 25 % thesaurierte Inlandsgewinne unter rein steuerlichen Gesichtspunkten besser gestellt werden; entsprechend wurde die früher gültige Vollausschüttungsannahme aufgegeben. Dies hat jedoch nicht zur Folge, dass nun eine vollständige Thesaurierung aller Erträge anzunehmen ist. Bei der Ermittlung des objektiven Unternehmenswertes ist vielmehr von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und rechtlicher Restriktionen (z.B. Bilanzgewinn, ausschüttungsfähiger handelsrechtlicher Jahresüberschuss) zur Ausschüttung zur Verfügung stehen.

- *Wagner*, in: WP-Handbuch, Bd. II, 13. Aufl., A, Rn. 90.

8. Bewertung zum Bewertungsstichtag

- (257) Die Antragsteller zu 20-22 beanstanden das Fehlen von Angaben zum tatsächlichen bzw. technischen Bewertungsstichtag. Zusammen mit der Feststellung, der maßgebliche rechtliche Stichtag sei der Tag der Hauptversammlung, der 03.2007, behaupten die Antragsteller 20-22 ins Blaue hinein, bei der Bewertung der Cycos AG sei ein zeitlich davor liegender tatsächlicher oder technischer Bewertungsstichtag herangezogen worden, wahrscheinlich der 31.12.2006. Deshalb seien die

in der Zwischenzeit eingetretenen Veränderungen noch zu berücksichtigen (AS AST 20-22, S. 7).

Dieser Einwand geht fehl. Der Ertragswert der Cycos AG wurde auf den rechtlichen Bewertungsstichtag, den 03.05.2007, ermittelt, indem alle Berechnungen direkt auf diesen Stichtag vorgenommen, d.h. abgezinst (diskontiert) wurden (S. 36 der gutachtlichen Stellungnahme). Die Notwendigkeit eines sog. technischen Bewertungsstichtags entfällt also.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

(258)

Die Bewertung der Cycos AG basiert auf den zum Zeitpunkt der Bewertung aktuellen Planungsrechnungen und dem Kenntnisstand bei Unterzeichnung des Gemeinsamen Berichts vom 16./19.03.2007. Eine Neufestsetzung von Abfindung und Ausgleich wäre dann erfolgt, wenn sich zwischen dem Zeitpunkt des Abschlusses der Bewertungsarbeiten und dem Bewertungsstichtag wesentliche Grundlagen und damit das Ergebnis der Bewertung geändert hätten. Dies war nicht der Fall. In diesem Zeitraum sind keine Ereignisse eingetreten, die zu einer wesentlichen Änderung des ermittelten Wertes geführt hätten, zum Abschluss der Bewertungsarbeiten aber noch nicht vorhersehbar waren.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

Sowohl die Cycos AG und die Antragsgegnerin als auch PwC und BFJM haben die Richtigkeit der Bewertung zum Bewertungsstichtag bestätigt.

Beweis: Stichtagserklärungen der Cycos AG, der Antragsgegnerin, von PwC und von BFJM, jeweils vom 03.05.2007, vorgelegt in Kopie, **Anlagen 9, 10 und 11.**

9. Liquidationswert

(259)

Die Antragsteller zu 20-22 beanstanden pauschal, dass von einer Liquidations-, Substanzwertermittlung abgesehen wurde. Eine nur überschlägige Ermittlung sei unzulässig (AS AST 20-22, S. 7). Diese Rüge ist unberechtigt, denn sie geht sowohl rechtlich als auch tatsächlich von falschen Voraussetzungen aus.

a) Kein Liquidationsszenario

(260) Zwar bildet der Liquidationswert insbesondere bei ertragsschwachen Unternehmen grundsätzlich die Wertuntergrenze der Unternehmensbewertung, d.h. ist der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation des gesamten Unternehmens zum Bewertungsstichtag höher als bei der Fortführung des Unternehmens, ist grundsätzlich anstelle des Ertragswertes, der ein Fortführungswert ist, der Liquidationswert heranzuziehen.

- IDW Standard S 1 vom 18.10.2005 in Tz. 150. -

(261) Die Rechtsprechung betont allerdings, dass der Liquidationswert nicht heranzuziehen ist und deshalb nicht einmal ermittelt werden muss, wenn keine konkrete Absicht besteht, das Unternehmen zu liquidieren, keine finanzielle Notwendigkeit existiert, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen, die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht unvertretbar erscheint und der Unternehmer dem Anspruchsgegner nicht zur Liquidation verpflichtet war. Denn bei einem Unternehmen, das erfolgreich arbeitet und dessen Einstellung nicht abzusehen ist, hätte der Aktionär im Fall der Fortführung ohne die beschlossene Strukturmaßnahme, die Bewertungsanlass ist, keine Aussicht auf den Liquidationswert.

- OLG Düsseldorf ZIP 2004, 753, 757 f.; AG 1999, 321, 324 f.; AG 1990, 397, 399; LG Köln, Beschluss v. 13.1.2006, Az.: 82 O 97/03, Seite 17 f.; *Seetzen* WM 1999, 565, 571; siehe auch BGH NJW 1982, 2497, 2498. -

(262) Bei der Cycos AG lagen diese von der Rechtsprechung aufgestellten Voraussetzungen für ein Absehen von der Ermittlung des Liquidationswertes vor. Eine Liquidation stand nicht im Raum. Ein Liquidationswert brauchte daher nicht ermittelt werden.

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

b) Ermittlung des Liquidationswerts der Cycos AG

(263) Dennoch wurde auf Basis berufsständischer Anforderungen der Wirtschaftsprüfer der Liquidationswert überschlägig ermittelt (vgl. S. 59 der gutachtlichen Stellungnahme). Zu diesem Zweck wurde eine fiktive

Liquidation zum Tag der Hauptversammlung der Cycos AG (Bewertungsstichtag) angenommen.

- (264) Der ermittelte Liquidationswert der Cycos AG beträgt weniger als 80,0 % des Unternehmenswertes und liegt unter Berücksichtigung des Umstandes, dass nahezu 75,0 % des Unternehmenswertes aus der nicht betriebsnotwendigen Liquidität resultieren, deutlich unter dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert (vgl. Angaben der Wertgutachter auf S. 59 ihres Gutachtens). Der sachverständige Prüfer hat dieses Vorgehen und diese Berechnung überprüft und ist zu dem Ergebnis gekommen, dass dies nicht zu beanstanden ist. Er betont, dass keine Zerschlagung der Gesellschaft geplant sei (vgl. Prüfungsbericht, S. 15).

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

V. Börsenkurs

- (265) Das Bundesverfassungsgericht hat in seinem *DAT/Altana*-Beschluss entschieden, dass es mit Art. 14 GG unvereinbar sei, bei der Bestimmung der Abfindung für ausgeschiedene oder außenstehende Aktionäre den Börsenkurs der Aktien der betreffenden Gesellschaft außer Acht zu lassen. Die von Art. 14 Abs. 1 GG geforderte volle Entschädigung dürfe nicht unter dem Verkehrswert der Aktie liegen. Da der Verkehrswert einer Aktie regelmäßig mit deren Börsenkurs identisch sei, müsse bei der Bestimmung der Abfindung der Börsenkurs als Mindestwert herangezogen werden, soweit er dem Verkehrswert entspreche.

- BVerfGE 100, 289, 308 f.; vgl. auch BVerfG ZIP 1999, 1804, 1805; BVerfG AG 2000, 178, 178. -

Diese Vorgaben wurden bei der Festlegung der Abfindung alle berücksichtigt, so dass sämtliche diesbezüglichen Einwände der Antragsteller ins Leere gehen. Im Einzelnen:

1. Abstellen auf einen Referenzzeitraum

- (266) Die Antragsteller zu 3 und 30 führen aus, dass der Börsenwert eines einzelnen Tageswertes maßgebend sei, nämlich des Tages, an dem die Hauptversammlung dem Unternehmensvertrag zugestimmt hat (Schriftsatz AST 3 vom 14.12.2007, S. 4; AS AST 30, S. 4). Auch die Antragstellerin zu 39 bezieht sich auf den Börsenkurs zum Bewertungsstichtag (AS AST 39, S. 2).

(267) Den Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts entsprechend

- BVerfGE 100, 289, 309 f. – *DAT/Altana*. -

und vor allem, um Missbrauchsmöglichkeiten entgegenzuwirken, ist es unumstritten, dass nicht ein Tagesbörsenkurs der Gesellschaft maßgeblich sein kann, sondern Rechtsprechung und Literatur fordern die Ermittlung eines gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs innerhalb eines dreimonatigen Referenzzeitraums.

- Zum Referenzzeitraum von drei Monaten siehe etwa BGH, NJW 2003, 3272, 3273; NJW 2001, 2080, 2083; OLG Stuttgart, NZG 2007, 302, 303; *Kocher/Widder*, Der Konzern 2007, 351, 352; *Simon/Leverkus*, in: Simon, SpruchverfahrensG, 2007, Anh. § 11 Rn. 232 ff.; *Stephan*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 305 Rn. 103; zum gewichteten Durchschnittskurs vgl. OLG München, ZIP 2006, 1722, 1724; OLG Frankfurt a. M., AG 2003, 581, 582; *Vetter*, DB 2001, 1347, 1350 f. -

(268) Die Antragstellerin zu 24 will einen Börsenkurs „von mehr als EUR 7,40“ berücksichtigen wissen (AS AST 24, S. 2). Aus den unsubstantiierten Ausführungen der Antragstellerin geht schon nicht hervor, wie sie zu diesem Preis gelangt. Unverständlich und damit offen bleibt damit auch, auf welchen Stichtag sich dieser von ihr angenommene Börsenkurs beziehen soll.

2. Maßgeblicher Referenzzeitraum

(269) Die Antragsteller zu 1-5, 7, 10-16, 19-23, 26, 28-30 sowie 33-45 sind der Auffassung, die Ausführungen zum Referenzzeitraum für die Bemessung des Börsenkurses seien unhaltbar und die Abfindung zu gering bemessen (vgl. AS AST 1, S. 5 ff.; AS AST 2, S. 5 f.; Schriftsatz AST 3 vom 14.12.2007, S. 4; AS AST 4 und 5, S. 6; AS AST 7, S. 3; AS AST 10, S. 4 f.; AS AST 11, S. 4 f.; AS AST 12-15, S. 7; AS AST 16, S. 4 f.; AS AST 19, S. 4 f.; AS AST 20-22, S. 5 f.; AS AST 23, S. 4 f.; AS AST 26, S. 14; AS AST 28, S. 15; AS AST 29, S. 3 f.; AS AST 30, S. 4; AS AST 33, S. 3; AS AST 34 und 35, S. 4; AS AST 36, S. 3 f.; AS AST 37 und 38, S. 6; AS AST 39, S. 2 f.; AS AST 40, S. 12 ff., vor allem S. 15; AS AST 41-45, S. 4 f.). Unter Hinweis auf die *DAT/Altana*-Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts führen Teile der Antragsteller aus, der Verkehrswert stelle die Untergrenze der wirtschaftlich vollen Entschädigung dar. Daher stehe es mit Art. 14 Abs. 1 GG nicht in Einklang, wenn im aktienrechtlichen Spruchverfahren eine Abfindung festgesetzt werde, die niedriger als der Börsenkurs sei.

- (270) Im Gegensatz zu der geklärten Frage, dass nicht auf einen einzelnen Tageswert, sondern auf einen Durchschnittskurs aus einem Referenzzeitraum abzustellen ist, ist in Rechtsprechung und Literatur nach wie vor umstritten, von welchem Zeitpunkt der Referenzzeitraum von drei Monaten zurückzurechnen ist. Ein Teil der Rechtsprechung hat sich für ein Abstellen auf den Dreimonatszeitraum vor der Hauptversammlung ausgesprochen.
- BGHZ 147, 108, 118; OLG München, ZIP 2006, 1722, 1723; OLG Karlsruhe, AG 2005, 45, 47; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 8; OLG Düsseldorf, AG 2003, 329, 331; OLG Hamburg, NZG 2003, 89, 90; AG 2002, 406, 407. -
- (271) Der volumengewichtete Drei-Monats-Durchschnittskurs zum Tag der Beschlussfassung der Hauptversammlung der Cynos AG am 03.05.2007 betrug EUR 7,46.
- (272) Die ganz überwiegende Auffassung in der Literatur stellt hingegen auf die letzten drei Monate vor dem Bekanntwerden der Strukturmaßnahme ab.
- *Behnke*, NZG 1999, 934; *Bungert*, BB 2001, 1163, 1165; *Großfeld*, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., S. 195 f.; *Klöcker/Frowein*, SpruchG, § 1 Anh. Rn. 24; *Kocher/Widder*, Der Konzern 2007, 351, 352 ff.; *Koppensteiner*, in: Kölner Kommentar zum AktG, Bd. 6, 3. Aufl., § 305, Rn. 104; *Krieger*, in: Münch. Hdb. GesR IV, 3. Aufl., § 70 Rn. 136; *ders.*, BB 2002, 53, 56; *Puszkajler*, BB 2003, 1692, 1694; *Stephan*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 305, Rn. 104 f.; *Riegger*, in: Kölner Kommentar zum SpruchG, Anh. § 11 Rn. 56; *Weber*, ZGR 2004, 280, 284 ff.; *Wilm*, NZG 2000, 234, 239. -
- (273) Diese Auffassung wird in erster Linie damit begründet, dass es nicht auszuschließen, sondern vielmehr nahe liegend ist, dass Börsenkurse nach Bekanntgabe der abfindungspflichtigen Maßnahme von Abfindungsspekulationen geprägt sind.
- Vgl. nur *Hüffer*, AktG, 8. Aufl., § 305 Rn. 24e; *Meilicke/Heidel*, DB 2001, 973, 974 f. -
- (274) Dieser Ansicht haben sich – insbesondere in jüngster Vergangenheit – auch mehrere Instanz- und vor allem Obergerichte angeschlossen und ebenfalls auf die letzten drei Monate vor Bekanntwerden der Strukturmaßnahme abgestellt.
- OLG Stuttgart, NZG 2007, 302, 304 ff.; sowie zuletzt in den Entscheidungen vom 14.02.2008, Az. 20 W 9/06, Rn. 36 ff. sowie Az. 20 W 11/06,

Rn. 47 ff. (abrufbar unter <http://lr bw.juris.de>); KG Berlin, NZG 2007, 71 f.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 13.03.2008, I-26 W 8/07 (AktE), S. 17 (obiter dictum), beigelegt als **Anlage 12**; OLG Frankfurt a. M., AG 2003, 581, 582; für den Fall der Verschmelzung eines börsennotierten auf ein nicht börsennotiertes Unternehmen OLG München AG 2007, 701, 705. -

(275) Schon der *DAT/Altana*-Entscheidung des BVerfG lässt sich deutlich entnehmen, dass richtigerweise nicht vom Zeitpunkt der Hauptversammlung, sondern vom Zeitpunkt der Bekanntgabe der Maßnahme zurückgerechnet werden sollte, weil nur so eine Verfälschung des Börsenkurses vermieden werden kann und Interessenten nicht die Möglichkeit erhalten sollen, den Börsenkurs auf Kosten des Mehrheitsaktionärs in die Höhe zu treiben.

- Vgl. BVerfGE 100, 289, 309 f. -

(276) Inzwischen hat das Bundesverfassungsgericht in einer weiteren Entscheidung festgestellt, dass es verfassungsrechtlich gerade nicht bedenklich ist, auf einen Durchschnittskurs im Vorfeld der Bekanntgabe der Maßnahme abzustellen. Es stellte nochmals klar, dass die Verfassung nicht vorgibt, wie der Stichtag festzusetzen ist. Entscheidend sei allein, dass die Zivilgerichte durch die Wahl des entsprechenden Referenzkurses einem Missbrauch beider Seiten begegnen. Sie können insoweit etwa auch auf einen Durchschnittskurs im Vorfeld der Bekanntgabe des Unternehmensvertrages zurückgreifen.

- Vgl. BVerfG AG 2007, 119, 120. -

(277) In der Entscheidung kommt das Bundesverfassungsgericht zu dem Ergebnis, dass zwar die Ansicht des BGH verfassungsrechtlich auch unbedenklich ist, lässt aber ausdrücklich offen, ob diese eine Berechtigung auf der Ebene des einfachen Rechts hat.

- Vgl. BVerfG AG 2007, 119, 120. -

Es sagt auch, dass auf der Ebene des einfachen Rechts gute Gründe für die Ansicht sprechen, wonach auf einen Durchschnittskurs im Vorfeld der Bekanntgabe der Eingliederungsmaßnahme zurückzugreifen ist.

- Vgl. BVerfG AG 2007, 119, 121. -

(278) Auch die Auffassung des BVerfG, dass der Aktionär vermögensmäßig so gestellt werden soll, als ob es nicht zu der Strukturmaßnahme gekommen sei,

- BVerfGE 100, 289, 305 f. -

legt den Schluss nahe, dass auf einen Zeitraum vor Bekanntgabe der Maßnahme abgestellt werden sollte: Denn wenn Grundlage der Bewertung eine hypothetische Situation ohne die Strukturmaßnahme ist, dann können Einflüsse, die erst durch die Strukturmaßnahme entstehen, nicht berücksichtigt werden.

- So auch ausdrücklich *Kocher/Widder*, *Der Konzern* 2007, 351, 354 f. -

(279) Gegen ein Abstellen auf die letzten drei Monate vor dem Zeitpunkt der Hauptversammlung spricht außerdem, dass spätestens im Zeitpunkt der Einladung zur Hauptversammlung die Abfindungshöhe festgelegt, in Berichten erläutert und von einem unabhängigen Prüfer bestätigt sein muss. Abgesehen von Praktikabilitäts-erwägungen kann es nicht sein, dass der Prüfer, der die Rechtsposition der Minderheitsaktionäre schützen soll, die Angemessenheit der Abfindung zu einem Zeitpunkt prüfen muss, in dem weder er noch sonst irgendjemand die Angemessenheit sicher beurteilen kann.

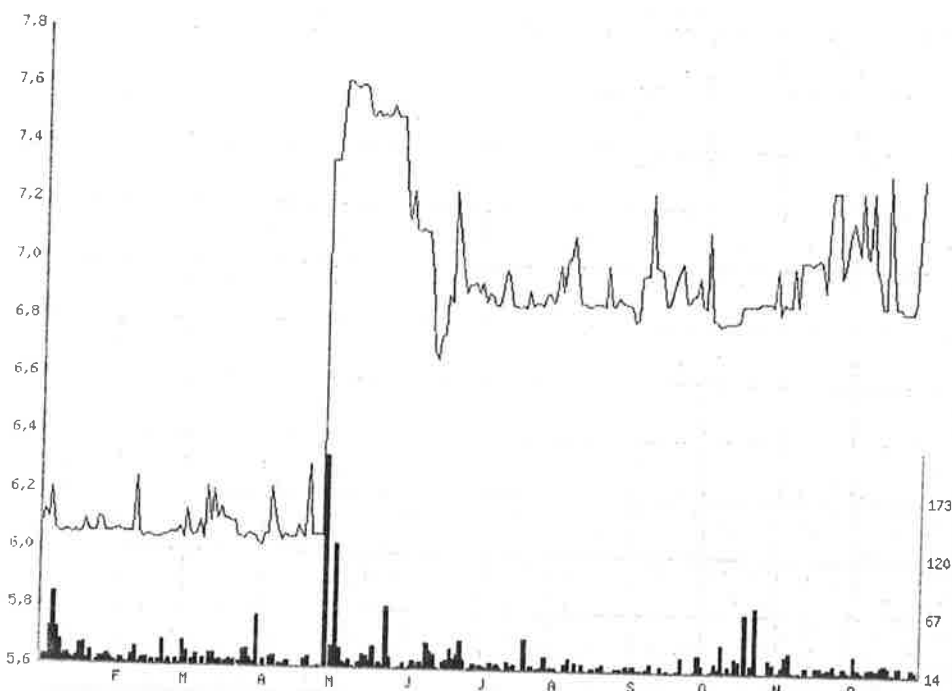
- *Emmerich*, in: *Emmerich/Habersack*, *Aktien- und GmbH-Konzernrecht*, 5. Aufl., § 305 Rn. 46 f.; *Kocher/Widder*, *Der Konzern* 2007, 351, 355; *Krieger*, in: *Münch. Hdb. GesR IV*, 3. Aufl., § 70 Rn. 136. -

(280) Den Zeitraum vor Bekanntgabe der Maßnahme für maßgeblich zu erachten, entspricht zudem der gesetzgeberischen Wertung in § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO. Mit dieser Norm kommt zum Ausdruck, dass auch der Gesetzgeber Börsenkursen, die auf Spekulationen in Sondersituationen beruhen, keine Aussagekraft für die Ermittlung des Unternehmenswerts beimisst.

- Vgl. OLG Stuttgart, *NZG* 2007, 302, 305; OLG Frankfurt a. M., *AG* 2003, 581, 582; ebenso etwa *Fritzsche/Dreier/Verfürth*, *SpruchG*, § 1 Rn. 236; *Klöcker/Frowein*, *SpruchG*, § 1 Anh. Rn. 25; *Kocher/Widder*, *Der Konzern* 2007, 351, 355. -

(281) Dass spekulative Einflüsse in ganz erheblichem Umfang den Börsenkurs beeinflussen können, führt in eindrucksvoller Weise der Kursverlauf der Cycos Aktie vor Augen. Innerhalb eines Tages stieg der Kurs bei hohem Handelsvolumen um über 20 % von EUR 6,10 (Schlusskurs 27.4.2006) auf EUR 7,35 (Schlusskurs

28.4.2006) und verharrte danach auf hohem Niveau (vgl. dazu die nachfolgende Grafik).



Börsenkurs der Cycos-Aktie im Verlauf des Jahres 2006 (Quelle: www.finanzen.net/chart/Cycos, Stand: 25. 4. 2008)

- (282) Der Tag, an dem diese signifikante Kurssteigerung zu verzeichnen war, war der Tag der Ankündigung der Absicht des Abschlusses des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags.
- (283) Der deutliche Kursanstieg ist durch die wirtschaftlichen Eckdaten des Unternehmens nicht zu erklären. Dieses bei nahezu allen Strukturmaßnahmen zu beobachtende Phänomen beruht zumindest zu einem erheblichen Teil darauf, dass nach der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme gezielt Aktien des entsprechenden Unternehmens erworben werden. Nicht nur Kleinaktionäre hoffen auf lukrative Abfindungen bzw. deren Erhöhung spätestens in einem Spruchverfahren, unter Umständen auch mittelbar durch pauschale Kostenerstattung bei der vergleichsweisen Beilegung von Gerichtsverfahren, sondern auch institutionelle Anleger investieren aus solchen Gründen gezielt in Aktien, für die Strukturmaßnahmen bekannt gegeben wurden. Der Referenzzeitraum von drei Monaten unmittelbar vor der Haupt-

versammlung kann also nicht zu einem sachlich richtigen Ergebnis führen; nicht nur wegen der Gefahr der Manipulation in die eine oder die andere Richtung, sondern vor allem deshalb, weil die Abfindung nach Art eines Zirkelschlusses von einem Börsenkurs abhängig gemacht wird, der sich seinerseits nach der Höhe der angebotenen und erwarteten Abfindung entwickelt.

- OLG Stuttgart, NZG 2007, 302, 305 sowie zuletzt in den Entscheidungen vom 14.02.2008, Az. 20 W 9/06, Rn. 45 f. und Az. 20 W 11/06, Rn. 48 -

- (284) Zwar ist den Antragstellern zu 34 und 35 insofern zuzustimmen, dass es dem Wesen der Börse entspricht, dass Kursentwicklungen Nachrichten zur Unternehmensentwicklung reflektieren (AS AST 34 und 35, S. 4). Jedoch ziehen sie den falschen Schluss, dass deshalb diese Kursentwicklung in die Unternehmensbewertung einbezogen werden muss. Diese Kursentwicklung hat nämlich nichts mehr mit dem inneren Unternehmenswert zu tun, sondern nur noch mit der Ankündigung der Maßnahme, die nicht zu berücksichtigen ist, da sie gerade Bewertungsanlass ist.
- (285) Sachgerecht ist es nach alledem, dass PwC die gesetzgeberische Wertung der WpÜG-AngVO aufgegriffen, den Bedenken von BVerfG, einigen Instanzgerichten und der aktienrechtlichen Literatur Rechnung getragen und sich dazu entschlossen hat, grundsätzlich den Drei-Monats-Zeitraum vor Bekanntmachung der Ankündigung der Absicht des Abschlusses des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags für maßgeblich zu erachten. Der eigentlich relevante Zeitraum dauerte also vom 28.02.2006 bis zum 27. April 2006 (vgl. Rn. 245 f. der gutachtlichen Stellungnahme). Für diesen Zeitraum beträgt der durchschnittliche, gewichtete Börsenkurs EUR 6,09. Hierbei wird deutlich, dass die den außenstehenden Aktionären angebotene Abfindung von EUR 7,03 deutlich über diesem Betrag liegt und eine erhebliche Erhöhung zugunsten der Antragsteller vorgenommen wurde.
- (286) Weil aber erst am 24.11.2006 endgültig Sicherheit bestand, nachdem angekündigt worden war, dass die Zustimmung zum Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag in der Hauptversammlung am 03.05.2007 zur Abstimmung gestellt würde, hat PwC den Durchschnittskurs auch für den Zeitraum 24.08.2006 bis 23.11.2006 ermittelt (vgl. Rn. 245 der gutachtlichen Stellungnahme) und hierbei einen gewichteten Kurs von EUR 6,91 errechnet (vgl. Rn. 250 der gutachtlichen Stellungnahme). Gegen diese Referenzperiode hat BFJM keine Bedenken geäußert, auch

deshalb, weil der so ermittelte Drei-Monats-Durchschnittskurs über dem des eigentlichen Betrachtungszeitraums lag (vgl. S. 33 f. des Prüfungsberichts).

- (287) Ungeachtet der Tatsache, dass ein Abfindungsangebot von EUR 6,91 aus Sicht von PwC und BFJM angemessen gewesen wäre, haben sich die Cycos AG und die CHG KG wegen der in der Rechtsprechung bestehenden Unsicherheit über den maßgeblichen Referenzzeitraum dazu entschlossen, zusätzlich den volumengewichteten Durchschnittsbörsenkurs in dem Drei-Monats-Zeitraum vor Unterzeichnung des Vertragsberichts und der Bekanntmachung der vertraglich vereinbarten Höhe von Abfindung und Ausgleich (12.03.2007) ermitteln zu lassen. In diesem Zeitraum (10.12.2006 bis 09.03.2007) liegt der Drei-Monats-Durchschnittsbörsenkurs bei EUR 7,03 und damit EUR 0,12 über dem Durchschnittsbörsenkurs für den Drei-Monats-Zeitraum vom 24.08.2006 bis zum 23.11.2006.
- (288) Obgleich der Börsenkurs der Cycos AG schon seit längerem, insbesondere seit April 2006 und spätestens seit dem 24.11.2006 von Abfindungserwartungen spekulativ beeinflusst war, haben die Geschäftsführungsorgane der Vertragsparteien wegen der größeren Nähe dieses Referenzzeitraums zum Bewertungsstichtag zugunsten der Minderheitsaktionäre vertraglich vereinbart, einen Betrag von EUR 7,03 als angemessene Abfindung anzubieten.
- (289) Die Kritik an der Berechnung des Börsenkurses seitens der Antragsteller ist auch insofern kaum verständlich, weil BFJM die Annahme einer Marktengte für vertretbar hält (vgl. S. 31 des Prüfungsberichts). Das Bundesverfassungsgericht hat in seiner *DAT/Altana*-Entscheidung klargestellt, dass im Falle einer Marktengte eine Unterschreitung des Börsenkurses möglich und zulässig ist.
- BVerfGE 100, 289, 309. -
- (290) Eine solche Marktengte hat PwC aber gerade nicht angenommen, sondern ging von der für die außenstehenden Aktionäre günstigen Prämisse aus, dass der Börsenkurs die Untergrenze der Abfindung darstellt.
- (291) Mit ihrer Aufforderung, den Unternehmenswert anhand zukünftig erwarteter Börsenkurse zu bestimmen (AS AST 41-45, S. 4), setzen sich die Antragsteller zu 41-45 in Widerspruch zu ihrer eigenen Forderung, man habe sich an der höchststrichterlichen Rechtsprechung zu orientieren. Denn diese Ansicht vertritt kein Gericht. Die Antragsteller verweisen auf eine mündliche Verhandlung vor dem LG

Frankfurt. Der Inhalt dieser mündlichen Verhandlung wird mit Nichtwissen bestritten.

- (292) Eine pauschale Annahme, die Börse taxiere den Paketzuschlag für den Kontrollwechsel über den Weg des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages mit ca 25 % bis 30 % (AS AST 41-45, S. 5) ist unverständlich und wird auch von niemandem vertreten. Bei der Berechnung des maßgeblichen Unternehmenswertes soll gerade die Maßnahme, die den Bewertungsanlass bildet, nicht berücksichtigt werden. Wenn sich die Antragsteller 41-45 bei ihren Erörterungen auf eine mündliche Verhandlung vor dem LG Frankfurt berufen (AS AST 41-45, S. 4), so mögen sie dies substantiieren.

VI. Art der Abfindung

- (293) Die Antragstellerin zu 24 meint, gemäß § 305 Abs. 2 Nr. 2 hätten dem außenstehenden Aktionär nach seiner Wahl auch Aktien der „ultimativ herrschenden“ Gesellschaft, der Siemens AG, angeboten werden müssen (AS AST 24, S. 2).
- (294) Die Antragstellerin verkennt, dass § 305 Abs. 2 Nr. 2 AktG nicht einschlägig ist. Der andere Vertragsteil ist nämlich nicht die Siemens AG, sondern die Antragsgegnerin. Diese ist aber weder in Form einer AG noch einer KGaA organisiert, sondern als GmbH & Co KG. Damit ist die Regelform der Abfindung nach § 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG, nämlich die Barabfindung, anzubieten, so dass den außenstehenden Aktionären kein Wahlrecht zukommt.

VII. Angemessene Ausgleichszahlung

- (295) Nach Auffassung der Antragsteller zu 3, 6, 8, 9, 26, 28, 30, 33, 37 und 38 sei die Ausgleichszahlung fehlerhaft ermittelt worden (Schriftsatz AST 3 vom 14.12.2007, S. 9; AS AST 4 und 5, S. 5; AS AST 6, S. 4; AS AST 8, S. 3; AS AST 9, S. 3; AS AST 26, S. 15; AS AST 28, S. 16; AS AST 30, S. 9; AS AST 33, S. 7; AS AST 37 und 38, S. 7).

Auch dieser Einwand ist unzutreffend. Die Ausgleichszahlung ist angemessen und sachgerecht. Dies hat BFJM im Prüfungsbericht (S. 35) bestätigt.

Auch die einzelnen Einwände der Antragsteller halten einer Überprüfung nicht stand. Im Einzelnen:

1. Ableitung aus dem Ertragswert

- (296) Die Antragsteller zu 4, 5 und 32 meinen, die Ausgleichszahlung sei aus dem Unternehmenswert nach dem Ertragswertverfahren, nicht jedoch aus der maßgeblichen Abfindung selbst hergeleitet worden (AS AST 4 und 5, S. 5; AS AST 32, S. 4). Dieser Einwand geht ins Leere.
- (297) Gem. § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG muss ein Gewinnabführungsvertrag für die außenstehenden Aktionäre eine angemessene Ausgleichszahlung durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung vorsehen. Für die Bemessung des festen Ausgleichs fordert § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG ausdrücklich, den Ausgleich anhand des Betrages zu bemessen, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten in kommenden Geschäftsjahren voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte. Dem Gesetz geht es also darum, die außenstehenden Aktionäre so zu stellen, als ob kein Unternehmensvertrag abgeschlossen worden wäre. Der Ausgleichsanspruch tritt damit an die Stelle der notwendig ausfallenden Dividende.
- BGHZ 156, 57, 61; BayObLG, AG 2002, 390 f.; OLG München AG 2007, 287, 292; OLG München, AG 2008, 28, 32. -
- (298) Was in der Zukunft voraussichtlich verteilt werden kann, hängt von der künftigen Ertragslage ab, vgl. § 304 Abs. 2. Satz 1 AktG. Damit wird deutlich, dass bereits das Gesetz auf den Ertragswert des Unternehmens abstellt.
- *Hasselbach/Hirte*, in: Großkommentar zum AktG, 4. Aufl., § 304, Rn. 73, 81; *Koppensteiner*, in: Kölner Kommentar zum AktG, Bd. 6, 3. Aufl., § 304, Rn. 50; *Schenk*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 304, Rn. 20. -
- (299) Wenn das Gesetz festlegt, neben den künftigen Ertragsaussichten auch die bisherige Ertragslage zu berücksichtigen, so bedeutet dies, dass die künftigen Erträge auf der Grundlage der bisherigen Ertragssituation ermittelt werden sollen. § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG stellt daher auf den Ertragswert der Gesellschaft ab.
- *Bilda*, in: Münchener Kommentar zum AktG, 2. Aufl., § 304 Rn. 72. -
- (300) Die Ermittlung des Ausgleichs anhand des Ertragswertes entspricht nicht nur der betriebswirtschaftlichen Bewertungspraxis, sondern ist auch höchstrichterlich anerkannt.

- Vgl. zur Bewertungspraxis: *Wagner*, in: WP-Handbuch, Bd. II, 13. Aufl., A, Rn. 488. Zur höchstrichterlichen Rechtsprechung vgl. nur: BGHZ 156, 57, 63; OLG München, AG 2007, 287, 292; OLG München AG 2007, 411, 414; OLG Hamburg, AG 2003, 583, 585; OLG Frankfurt a. M. AG 2003, 581, 582. -

(301) Vor diesem Hintergrund ist der Einwand der Antragsteller zu 3 und 30 unverständlich, die Höhe des Ausgleichs sei danach zu bemessen, was die Cycos auf Dauer als Ertrag aus dem eigentlichen Geschäft der Informationstechnologie erwirtschaften würde (Schriftsatz AST 3 vom 14.12.2007, S. 9 f.; AS AST 30, S. 9 f.). Denn genau so wurde hier der Ausgleich ermittelt.

2. Börsenkurs unmaßgeblich

(302) Die Antragsteller zu 26 und 28 kritisieren, dass bei der Berechnung des Ausgleichs nicht der Verkehrswert der börsennotierten Aktien berücksichtigt worden sei (AS AST 26, S. 15; AS AST 28, S. 16). Anscheinend meinen sie damit die Nichtberücksichtigung des Börsenkurses.

(303) Der Ansatz eines Wertes von EUR 5,04 pro Aktie und nicht – wie bei der angemessenen Abfindung – von EUR 7,03 ist zutreffend. Der Ansatz der unterschiedlichen Werte ergibt sich daraus, dass beim Ausgleich – im Gegensatz zur Abfindung – der Börsenwert der Aktie zum Stichtag außer Betracht zu bleiben hat, weil es auf die Ertragskraft und nicht auf die Börsenbewertung ankommt. Dies ergibt sich bereits aus dem Wortlaut von § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG.

- *Simon/Leverkus*, in *Simon, SpruchG*, Anh § 11, Rn. 250; *Hüffer*, 8. Aufl., AktG, § 304, Rn. 8; *Koppensteiner* in: *Kölner Kommentar zum AktG*, Bd. 6, 3. Aufl., § 304, Rn. 55; *Wilm*, NZG 2000, 234, 239. -

(304) Die Börsenkurs-Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts betraf ausschließlich den variablen Ausgleich, für dessen Bestimmung eine Wertrelation zwischen dem Unternehmenswert des beherrschten und des herrschenden Unternehmens erforderlich ist. Diese Rechtsprechung ist auf den festen Ausgleich nicht übertragbar, da bei dessen Bestimmung allein die zukünftige Ertragslage auf der Basis der bisherigen Ertragssituation maßgeblich ist.

- OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.02.2008, Az 20 W 9/06, Rn. 116 ff. (m.w.N.); OLG Hamburg, NZG 2003, 89, 91; OLG Hamburg, AG 2002, 406, 408. -

- (305) Der durch den Markt bestimmte Börsenwert kann nicht einfach mit dem Ertragswert gleichgesetzt werden. Denn der Börsenwert bestimmt sich nicht alleine nach der Fähigkeit des Unternehmens, Erträge zu erwirtschaften, sondern ist abhängig von den Einschätzungen der Anleger, denen auch irrationale und spekulative Elemente zugrunde liegen. Der Ausgleich soll aber allein den Verlust des Gewinnbezugsrechts kompensieren und muss deshalb unabhängig von spekulativen und irrationalen Elementen ermittelt werden.
- OLG Hamburg, AG 2002 406, 408; *Spindler/Klöhn*, Der Konzern 2003, 511, 517. -

- (306) Der Börsenwert stellt deshalb nicht die untere Grenze für die Bestimmung des angemessenen Ausgleichs dar.

3. Fälligkeit der Ausgleichszahlung

- (307) Die Antragsteller zu 4 und 5 (AS AST 4 und 5, S. 5) halten es für nicht gerechtfertigt, dass vorliegend für die Fälligkeit des Ausgleichs auf die jeweilige Hauptversammlung abgestellt wird. Damit verkennen sie die Natur des Ausgleichsanspruchs. Der feste Ausgleich gemäß § 304 Abs. 2 S. 1 AktG soll den Wegfall der Dividende nach Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages kompensieren. Aus diesem Grunde muss der Ausgleichsanspruch zum gleichen Zeitpunkt entstehen und fällig werden wie der Dividendenanspruch. Weil die eigentliche Dividende vom Gewinnverwendungsbeschluss der Hauptversammlung abhängt, kann auch der Ausgleichsanspruch erst jeweils am ersten Bankgeschäftstag nach der ordentlichen Hauptversammlung fällig werden. Diese Lösung ist nicht nur sachlogisch, sondern entspricht auch der ganz herrschenden Meinung.
- Vgl. OLG Hamburg, AG 2002, 409, 411; *Hasselbach/Hirte* in: Großkommentar zum AktG, 4. Aufl., § 304, Rn. 42; *Tebben*, AG 2003, 600, 601 f.; *Bilda*, in: Münchener Kommentar zum AktG, 2. Aufl., § 304 Rn. 104; *Hüffer*, AktG, 8. Aufl., § 304 Rn. 13; *Koppensteiner* in: Kölner Kommentar zum AktG, Bd. 6, 3. Aufl., § 304 Rn. 9; *Krieger*, in: Münch. Hdb. GesR IV, 3. Aufl., § 70 Rn. 85; *Stephan*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 304 Rn. 35; *Veil*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 304 Rn. 34. -
- (308) Eine gegenteilige Ansicht wird der Rechtsnatur des Ausgleichsanspruchs als Dividendenersatz nicht gerecht.

- Vgl. *Koppensteiner*, in: Kölner Kommentar zum AktG, Bd. 6, 3. Aufl., § 304, Rn. 9; *Hasselbach/Hirte* in: Großkommentar zum AktG, 4. Aufl., § 304, Rn. 42. -

(309) Dass dem ausgleichspflichtigen Unternehmen ein zinsloser Kredit gewährt wird, wie die Antragsteller zu 4 und 5 behaupten, ist damit schlichtweg unzutreffend.

4. Zinssatz für Ermittlung der Ausgleichszahlung

(310) Zu Unrecht meinen die Antragsteller zu 3-6, 8, 9, 26, 28 und 30, der Zinssatz für die Verrentung des Unternehmenswerts für die Ausgleichsermittlung sei methodisch falsch, weil er vom Kapitalisierungszinssatz bei der Ertragswertermittlung abweiche; dies entspreche nicht den Risiken, denen die Minderheitsaktionäre im Vertragskonzern ausgesetzt seien (Schriftsatz AST 3 vom 14.12.2007, S. 9 mit einer nur pauschalen, unsubstantiierten Rüge; AS AST 4 und 5, S. 5; AS AST 6, S. 4; AS AST 8, S. 3; AS AST 9, S. 3; AS AST 26, S. 15; AS AST 28, S. 16; AS AST 30, S. 9).

(311) Diese Rüge ist verfehlt. Zwar ist grundsätzlich der Ertragswert der Gesellschaft sowohl für die Ermittlung der angemessenen Abfindung als auch des angemessenen Ausgleichs maßgeblich. Daraus ist jedoch nicht zu schließen, dass sich Ausgleich und Abfindung wertmäßig entsprechen müssen, der Ausgleich also nur eine zeitlich gestreckte Auszahlung des Abfindungsbetrages („Abfindung auf Raten“) wäre.

- LG Frankfurt a. M. AG 1996, 187, 189; *Hüffer*, AktG, 8. Aufl., § 304, Rn. 11 a. -

(312) Tatsächlich entspricht es der Praxis, der herrschenden Meinung sowie der obergerichtlichen Rechtsprechung, den festen Ausgleich als Verrentung des Abfindungsbetrages zu ermitteln, wobei als Verrentungsfaktor aber wegen eines niedrigeren Risikozuschlags ein niedrigerer Kapitalisierungszinssatz herangezogen wird.

- Vgl. OLG München, AG 2008, 28, 32; AG 2007, 411, 414; OLG Celle, AG 2007, 865, 867; OLG Frankfurt a. M., AG 2003, 581, 582; *Emmerich*, in: *Emmerich/Habersack*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 5. Aufl., § 304 Rn. 39; *Hüffer*, AktG, 8. Aufl., § 304, Rn. 8; *Krieger*, in: *Münch. Hdb. GesR IV*, 3. Aufl., § 70 Rn. 92. -

- (313) Der Ansatz eines niedrigeren Kapitalisierungszinssatzes aufgrund des niedrigeren Risikozuschlags von 2,4 % ist sachgerecht, weil bei der Ermittlung der jährlichen Ausgleichszahlung deren spezielle Risikosituation zu berücksichtigen ist. Während der Laufzeit des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags ist die Ausgleichszahlung eher mit der Verzinsungssicherheit einer Industrieanleihe von Emittenten bester Bonität als mit Dividendenzahlungen vergleichbar. Im Gegensatz zu unsicheren Dividendenzahlungen ist der Ausgleich eine nahezu sichere Größe. Insbesondere entfällt für die Empfänger der festen Ausgleichszahlung das Risiko schwankender, vom Geschäftserfolg der Cycos AG abhängiger Ausschüttungen.
- (314) Die außenstehenden Aktionäre der Cycos AG tragen auch nicht das Risiko der Kündigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages bei gleichzeitigem Vermögensentzug durch das herrschende Unternehmen. Denn bei Vertragskündigung durch dieses steht den außenstehenden Aktionären gemäß § 5 Abs. 5 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages ein Anspruch auf eine Abfindungszahlung in unveränderter Höhe zu, so dass sie über eine gesicherte Vermögensposition verfügen. Aufgrund dieser Regelung entspricht das Risikoprofil des Empfängers der Ausgleichszahlung demjenigen des Inhabers einer Unternehmensanleihe mit unbestimmter Laufzeit.
- (315) Dementsprechend ist es nicht zu beanstanden, dass hier der Mittelwert zwischen dem risikoangepassten Kapitalisierungszinsfuß vor Steuern von 9,1 % und dem Basiszinssatz von 4,25 % zur Ermittlung des Ausgleichs zugrunde gelegt wurde (vgl. Rn. 254 ff. der gutachtlichen Stellungnahme). Der sachverständige Prüfer hat bestätigt, dass eine solche Vorgehensweise der üblichen Praxis in vergleichbaren Fällen entspricht (vgl. S. 35 des Berichts).
- Beweis:** Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.
- (316) Die Kritik der Antragsteller zu 26 und 28, die auf das Ausfallrisiko zur Antragsgegnerin verweisen (AS AST 26, S. 16; AS AST 28, S. 16), ist pauschal und unverständlich. Die Antragsteller mögen diese Kritik substantiieren.
- (317) Ein Ausfallrisiko der Antragsgegnerin wird auch nur ins Blaue hinein behauptet. Vorstand und Aufsichtsrat der Cycos AG haben vor Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages geprüft, ob die Erfüllung der Verpflichtungen aus diesem Vertrag gesichert ist. Diese Prüfung hat ergeben, dass die CHG

KG über genügend Vermögen und Liquidität verfügt, um sowohl gegenüber der Cycos AG als auch gegenüber deren außenstehenden Aktionären sämtliche Verpflichtungen aus dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag in vollem Umfang zu erfüllen.

- Beweis:**
1. Zeugnis des Aufsichtsratsvorsitzenden der Cycos AG, Herrn Dr. Michael Tigges, zu laden über diese, Joseph-von-Fraunhofer-Straße 7, 52477 Alsdorf;
 2. Zeugnis des Vorstandsvorsitzenden der Cycos AG, Herrn Jürgen Diller, zu laden über diese, Joseph-von-Fraunhofer-Straße 7, 52477 Alsdorf.

(318)

Im Vertragsbericht wurde die finanzielle Ausstattung der CHG KG dargelegt (siehe dort S. 21). Daraus ergibt sich, dass sie finanziell ausreichend ausgestattet ist, um die Verpflichtungen aus dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, die nachfolgend berechnet sind, jederzeit und dauerhaft erfüllen zu können:

- Unter Zugrundelegung eines Grundkapitals in Höhe von 7.791.229 Stück Aktien, von denen die CHG KG 6.639.509 Aktien hält, hatte die Cycos AG zum 31.03.2007 1.151.720 außenstehende Aktien, die nicht von der CHG KG gehalten wurden. Wenn alle außenstehenden Aktionäre ihre Aktien gegen Abfindung veräußern würden, müsste die CHG Communications Holding GmbH & Co. KG daher Abfindungen im Wert von insgesamt rund EUR 8.096.591,60 ($1.151.720 \times \text{EUR } 7,03$) zahlen.
- Der von der CHG KG zu bezahlende jährliche Ausgleich beträgt gerundet EUR 0,34 netto je Stückaktie. Auch unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die Ausgleichszahlung nach § 16 KStG grundsätzlich in Höhe von 4/3 zu versteuern ist, fällt inklusive Steuern (Körperschaftsteuern und Solidaritätszuschlag) eine jährliche Ausgleichszahlung in Höhe von gerundet EUR 0,34 brutto je außenstehender Aktie an. Wenn keiner der außenstehenden Aktionäre Aktien gegen Abfindung an die CHG Communications Holding GmbH & Co. KG veräußerte, sondern alle die jährliche Ausgleichszahlung wählen würden, betrüge der jährliche Ausgleichsbetrag für alle außenstehenden Aktien EUR 391.584,80 pro Jahr ($1.151.720 \times \text{EUR } 0,34$).

5. Keine Verzinsung des Ausgleichs

- (319) In ihren Anträgen zu 2 fordern die Antragsteller zu 17, 18, 27 sowie 31 eine Verzinsung der Ausgleichszahlung von 5 % über dem Basiszinssatz (AS AST 17, S. 2; AS AST 18, S. 2; AS AST 27, S. 2; AS AST 31, S. 2). Auch die Antragsteller zu 12-15 und 32 tragen in ihrem Antrag zu 3 bzw. zu 1 vor, der Ausgleich sei zu verzinsen (AS AST 12-15, S. 2; AS AST 32, S. 2). Eine Begründung dieses Zinsanspruchs trägt allerdings keiner der Antragsteller vor, so dass nicht klar wird, auf welche Grundlage sie ihr Begehren stützen. Dies ist insofern auch unerheblich, weil eine Verzinsung des Ausgleichsanspruchs generell ausgeschlossen ist. Eine Anspruchsgrundlage für einen Zinsanspruch existiert nicht.
- (320) Prozesszinsen gem. § 291 BGB können die Antragsteller nicht verlangen, da Voraussetzung hierfür die Erhebung einer Leistungsklage ist, während die Entscheidung im Spruchverfahren lediglich gestaltende Wirkung hat.
- *Busch*, AG 1993, 1, 11; *Bilda*, in: Münchener Kommentar zum AktG, 2. Aufl., § 304, Rn. 113. Bedenken hat deswegen auch: *Koppensteiner*, in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 304, Rn. 11. -
- (321) Fälligkeitszinsen stehen den Antragstellern vor Abschluss des Spruchverfahrens schon deshalb nicht zu, weil Fälligkeit erst mit der Rechtskraft eintritt.
- *Bilda*, in: Münchener Kommentar zum AktG, 2. Aufl., § 304, Rn. 112; *Busch*, AG 1993, 1, 11. -
- (322) Auch eine analoge Anwendung von § 305 AktG (Verzinsung der Abfindung) kommt nicht in Betracht.
- Dies vertreten wohl ausschließlich *Hasselbach/Hirte*, in: Großkommentar zum AktG, 4. Aufl., § 304 Rn. 47. -
- (323) Der Gesetzgeber hat in § 305 Abs. 3 Satz 3 AktG eine Verzinsungspflicht nur für den Fall der Abfindung, aber ganz bewusst nicht für den Ausgleich vorgesehen. Außerdem kann von einem „Aushungern“ der außenstehenden Aktionäre nicht gesprochen werden. Angesichts der erheblichen Gerichtskosten des Spruchverfahrens wiegt die verbleibende Differenz der Verzinsungspflicht zu gering, um eine Provokation der Einleitung eines Spruchverfahrens durch absichtlich niedrige Festsetzung der angebotenen Beträge allein aufgrund des Zinsgewinns als lohnend erscheinen zu lassen.

- Busch, AG 1993, 1, 12. -

6. Ausgleich für außenstehende Aktionäre günstig

(324) Die Einwendungen der Antragsteller gegen die Höhe des Ausgleichs sind auch insofern unverständlich, weil grundsätzlich bei der Berechnung des angemessenen Ausgleichs das nicht betriebsnotwendige Vermögen außer Betracht zu bleiben hat.

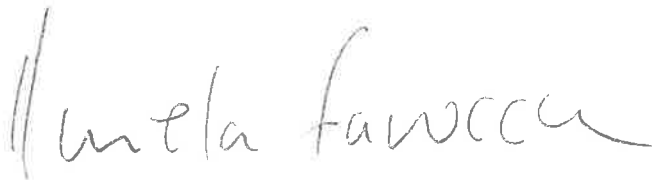
- OLG München AG 2007, 287/291; BayObLG AG 2006, 41, 45; vgl. *Bilda* in: Münchener Kommentar zum AktG, 2. Aufl., § 304 Rn. Rn. 73. -

(325) Von dieser höchstrichterlichen Rechtsprechung wurde vorliegend zugunsten der außenstehenden Aktionäre abgewichen. Die Sonderwerte wurden auch bei der Ermittlung der Ausgleichszahlungen berücksichtigt (vgl. S. 35 des Prüfungsberichts).

Beweis: Sachverständiges Zeugnis von Herrn Jörg Neis, bereits benannt.

IX. Antrag auf Erbringung einer Sicherheitsleistung

(326) Die Antragsteller zu 1, 2, 10, 11, 16, 29 sowie 36, stellen in ihrer Antragsbegründung den Antrag, die Antragsgegnerin zur Erbringung einer Sicherheitsleistung aufzufordern (AS AST 1, S. 2; AS AST 2, S. 2; AS AST 10, S. 2; AS AST 11, S. 2; AS AST 16, S. 2; AS AST 29, S. 2; AS AST 36, S. 2). In der Antragsbegründung erfolgt keinerlei Erklärung für dieses Begehren. Es entbehrt auch jeglicher Rechtsgrundlage und ist völlig unverständlich. Dieser Antrag ist zurückzuweisen.



(Daniela Favoccia)

Rechtsanwältin