

18. Juni 2009

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

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

Dr. Daniela Favoccia
Partnerin

Direktwahl
Direct Number
+49 69 17095-382

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

Vorab per Telefax:
02 21 /4 77-33 33

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

Frankfurt am Main, 8. Juni 2009
6794424_1.DOC

Az.: 82 O 271/07

Cycos

In dem Verfahren nach §§ 304 Abs. 3 Satz 3, 305 Abs. 5 Satz 2 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

nimmt die Antragsgegnerin zu den Schriftsätzen des Antragstellers zu 2 (Scheunert),
eingegangen beim Landgericht Köln am 23. April 2009, des Antragstellers zu 26 (Nol-
le) vom 11. und 28. April 2009 und des Antragstellers zu 28 (Reimers) vom 9. April
2009 wie folgt Stellung:

I. Keine arglistige Täuschung hinsichtlich der Sonderausschüttung

Der Vorwurf des Antragstellers zu 2, es liege möglicherweise ein Fall der arglistigen Täuschung vor, da die Aktie wegen der geplanten Sonderausschüttung tatsächlich EUR 10,68 wert sei (EUR 7,03 Abfindung plus EUR 3,65 Sonderausschüttung; so Schriftsatz Antragsteller zu 2, eingegangen beim Landgericht Köln am 23. April 2009, S. 2), ist abwegig.

Die vom Antragsteller zu 2 angenommene Wertsteigerung wäre schön für die Aktionäre, ist aber zu schön, um wahr zu sein. Der Wert der Sonderausschüttung war schon zum für die Ermittlung des Unternehmenswerts maßgeblichen Stichtag, dem Tag der Hauptversammlung am 3. Mai 2007, Bestandteil des Vermögens der Cycos AG. In der gutachtlichen Stellungnahme der PricewaterhouseCoopers AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main ("**PwC**"), zum Unternehmenswert der Cycos AG wurde ausgeführt, dass ein Betrag von EUR 29,5 Mio. nicht betriebsnotwendiger Liquidität zum Bewertungsstichtag aus den Kapital- und Gewinnrücklagen fiktiv ausschüttbar gewesen wäre. Dieser Sonderwert wurde bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung werterhöhend berücksichtigt.

Beweis: Gutachtliche Stellungnahme von PwC zum Unternehmenswert der Cycos AG, Tz. 208 ff.

Bei einer Ableitung des Unternehmenswertes nach Sonderausschüttung wäre daher eine um EUR 3,65 je Aktie bzw. EUR 28.5 Mio. verringerte nicht betriebsnotwendige Liquidität anzusetzen. Da die Sonderausschüttung vorliegend aber erst nach der Bewertung erfolgt, ist von dem Betrag der vor Sonderausschüttung ermittelten Barabfindung der Betrag der erfolgten Sonderausschüttung abzuziehen. Andernfalls gelangte man zu dem wirtschaftlichen unsinnigen Ergebnis, dass der Wert der Sonderausschüttung zwei mal an die Aktionäre gezahlt würde. Eine Täuschung über den Wert liegt daher nicht vor.

Im Übrigen entbehrt der Vorwurf der arglistigen Täuschung auch deshalb jeder Grundlage, weil die Vergleichsverhandlungen mit den bekannten Parametern (Abfindung EUR 8) bereits nach der mündlichen Verhandlung am 6. Juni 2008

aufgenommen wurden und sich seitdem hin ziehen, der Vorstand und der Aufsichtsrat der Cycos AG aber erst am 22. April 2009 beschlossen haben, der nächsten Hauptversammlung der Cycos AG eine Sonderausschüttung an die Aktionäre vorzuschlagen. Diese Beschlüsse wurden zudem durch Ad-hoc-Mitteilung noch am selben Tag öffentlich gemacht und gerade nicht geheim gehalten.

Beweis: Ad-hoc-Mitteilung der Cycos AG vom 22. April 2009, beigelegt als **Anlage 1**.

II. Ausgleich

1. Als Verrentungzinssatz ist nicht der volle Kapitalisierungzinssatz anzusetzen

Zu Unrecht meinen die Antragsteller zu 26 und 28, der Ansatz des Verrentungzinssatzes als Mittelwert von Basiszinssatz und Kapitalisierungzinssatz sei rechtlich nicht tragbar, sondern es sei der volle Kapitalisierungzinssatz von 8,3 Prozent als Verrentungzinssatz zu verwenden (Schriftsatz des Antragstellers zu 26 vom 11. April 2009, S. 2; Schriftsatz des Antragstellers zu 28 vom 9. April 2009, S. 2).

Wie bereits in der Antragsrwiderrung vom 25. April 2008 ausgeführt, entspricht es der tatsächlichen Vorgehensweise in der Praxis, der herrschenden Meinung sowie der obergerichtlichen Rechtsprechung, beim festen Ausgleich als Verrentungsfaktor als Folge eines deutlich niedrigeren Risikos einen *niedrigeren* Kapitalisierungzinssatz zur Verrentung heranzuziehen.

- 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. 2008, § 304 Rn. 39; *Hüffer*, AktG, 8. Aufl. 2008, § 304, Rn. 8; *Krieger* in Münch. Hdb. GesR Aktiengesellschaft, 3. Aufl. 2007, § 70 Rn. 92 -

Um Wiederholungen zu vermeiden, verweisen wir wegen der Einzelheiten auf den Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 25. April 2008, Rn. 312 ff.

2. **Ausgleichszahlung steigt nicht mit Barabfindung**

Die Antragsteller zu 26 und 28 meinen, die angemessene Ausgleichszahlung ergebe sich rechnerisch aus der Barabfindung. Daher steige die Ausgleichszahlung ohne Weiteres bei steigender Barabfindung (vgl. Schriftsatz des Antragstellers zu 26 vom 11. April 2009, S. 2 und vgl. Schriftsatz des Antragstellers zu 28 vom 9. April 2009, S. 2). Der Antragssteller zu 26 führt weiter aus, es sei abwegig, dass eine fiktive Absenkung des Betafaktors zu einer *verringerten* Ausgleichszahlung führe. Die von der Antragsgegnerin durchgeführte Ermittlung der Ausgleichszahlung von EUR 0,29 könne bei einem fiktiven Betafaktor von 0,4 keinesfalls auf der Verzinsung eines Unternehmenswerts von EUR 8,00 je Aktie beruhen. Denn selbst unter Annahme eines Verrentungszinssatzes als Mittelwert von Basiszinssatz und Kapitalisierungszinssatz (jeweils vor Steuern) von 5,35 Prozent müsse die Ausgleichszahlung bei ca. $\text{EUR } 8,00 \times 0,0535 = \text{EUR } 0,43$ liegen (vgl. Schriftsatz des Antragstellers zu 26 vom 11. April 2009, S. 1 f.). Diese Ausführungen sind falsch.

a) **Ausgleichszahlung ergibt sich nicht aus der Barabfindung**

Der angemessene Ausgleichsbetrag ergibt sich entgegen der Auffassung der Antragsteller nicht aus der angebotenen Barabfindung, denn diese wurde auf Basis des durchschnittlichen Börsenkurses abgeleitet. Vielmehr resultiert der angemessene Ausgleichsbetrag aus der Verrentung des anteiligen nach der Ertragswertmethode berechneten Unternehmenswertes, da es auf die Ertragskraft des zu bewertenden Unternehmens ankommt.

- OLG Hamburg, NZG 2003, 89, 91; Hüffer, AktG, 8. Aufl. 2008, § 304 Rn. 8; Bilda in Münchener Kommentar zum AktG, 2. Aufl. 2000, § 304 Rn. 72 ff.; WP Handbuch 2008, Band II, 13. Aufl. 2008, Rn. A 491 -

Der feste Ausgleich ist als Dividendenersatz zu klassifizieren und dieser findet seine Bemessungsgrundlage in dem die künftigen Ertragswertungen widerspiegelnden Ertragswert.

b) Verringerung des Betafaktors führt zur Verringerung des Ausgleichs

Zu den weiteren Ausführungen der Antragsteller ist anzumerken, dass es zwar im Ausgangspunkt richtig ist, dass eine Reduktion des Betafaktors zu einer Verringerung des Kapitalisierungszinssatzes und damit grundsätzlich zu einer Erhöhung des Ertragswertes der Cycos AG und damit des *Abfindungsbetrags* führt.

- Eine Reduktion des Betafaktors von 1,0 auf 0,4 führt durch die Multiplikation mit der Marktrisikoprämie nach persönlicher Einkommensteuer von 5,5 % zunächst zu einem proportional reduzierten Risikozuschlag von 2,2 % ($= 0,4 \times 5,5 \%$) anstelle von 5,5 % (vgl. gutachtliche Stellungnahme von PwC zum Unternehmenswert der Cycos AG, Tz. 201).
- Durch Addition mit dem unveränderten Basiszinssatz nach persönlicher Einkommensteuer von 2,8 % ergibt sich somit ein Kapitalisierungszinssatz von 5,0 % (also ein Kapitalisierungszinssatz, der um 3,3 Prozentpunkte geringer ist als der Kapitalisierungszinssatz von 8,3 %, der sich bei einem Beta von 1,0 ergab).
- In dem Zeitraum ab 2010/2011 führt dies aufgrund des noch zu berücksichtigenden Wachstumsanschlags von 1,5 Prozentpunkten zu einem Kapitalisierungszinssatz von 3,5 %.
- Die Verringerung des Kapitalisierungszinssatzes führt zu einer entsprechenden Erhöhung des Ertragswertes, vorliegend von einem Ausgangswert von rund EUR 10 Mio. (TEUR 9.967; vgl. gutachtliche Stellungnahme von PwC zum Unternehmenswert der Cycos AG, Tz. 218) auf nunmehr rund EUR 18 Mio.
- Somit steigt der Unternehmenswert der Cycos AG bei einem fiktiv unterstellten Betafaktor von 0,4 von rund EUR 40 Mio (TEUR 39.242; vgl. gutachtliche Stellungnahme von PwC zum Unternehmenswert der Cycos AG, Tz. 218) um rund EUR 8 Mio. auf rund EUR 47 Mio., was einer Erhöhung von rund 20 % entspricht.

- Weitere Auswirkungen auf den Unternehmenswert ergeben sich nicht, da die restlichen Komponenten des Unternehmenswertes, speziell die nicht-betriebsnotwendige Liquidität, unbeeinflusst von der Änderung des Kapitalisierungszinssatzes sind. Somit erhöht sich letztlich der Abfindungsbetrag auf Basis des Ertragswertes um rund 20 % auf nunmehr EUR 6,08.

Die Erhöhung des Ertragswertes als Folge eines geringeren Betafaktors führt aber **nicht** zu einer Erhöhung des Ausgleichs. Vielmehr wirkt sich der geringere Betafaktor bei ansonsten unveränderten Parametern der bei der Cycos AG durchgeführten Bewertung wie folgt aus:

- Die Verringerung des Betafaktors führt gleichzeitig auch zu einer Verringerung des Verrentungszinssatzes für die Ausgleichsberechnung, da hier nur der halbe Risikozuschlag zum Basiszinssatz addiert wird.
- Durch die unterstellte Reduktion des Betafaktors von 1,0 auf 0,4 und damit des unternehmensindividuellen Risikos ergibt sich folgerichtig ein niedrigerer Kapitalisierungszinssatz vor persönlichen Einkommensteuern, und zwar anstatt von 9,1 % nunmehr von 5,4 % (unter Berücksichtigung steuerlicher Effekte).
- Aufgrund des unveränderten Basiszinssatzes führt dies im unterstellten Fall eines Beta von 0,4 zu einer Senkung des Verrentungszinssatzes um rund 1,9 Prozentpunkte oder von 6,7 % (Mittelwert des risikoangepassten Kapitalisierungszinsfußes vor Steuern von 9,1 % bei einem Beta von 1,0 und dem Basiszinssatz von gerundet 4,3 %) auf 4,8 % (Mittelwert des risikoangepassten Kapitalisierungszinsfußes von 5,4 % bei einem Beta von 0,4 und dem Basiszinssatz von gerundet 4,3 %). Dies entspricht einer Reduktion um rund 27 % (vgl. gutachtliche Stellungnahme von PwC zum Unternehmenswert der Cycos AG, Tz. 256).

Entsprechend stellt sich die beispielhafte Ausgleichsberechnung im Überblick folgendermaßen dar:

Cycos AG		
Konzern (beispielhafte Darstellung)		
	Fiktiv unterstelltes Beta von 0,4	Im Vergleich dazu: tatsächlich angemessenes Beta von 1,0
	EUR / %	
Ableitung Ausgleich (netto)		
Unternehmenswert je Aktie	6,08	5,04
Basiszinssatz	4,3 %	4,3 %
Kapitalisierungszinssatz	5,4 %	9,1 %
Mittelwert	4,8 %	6,7 %
Ausgleich je Aktie für ein volles Wirtschaftsjahr	0,29	0,34

Aufgrund der relativ größeren Verringerung des Verrentungsfaktors (-27 %) gegenüber der relativ geringeren Veränderung des zu verrentenden Abfindungsbetrags (+20 %) *reduziert* sich somit letztlich auch der Ausgleichsbetrag insgesamt.

3. Anrechnung der Sonderausschüttung auf den Ausgleich

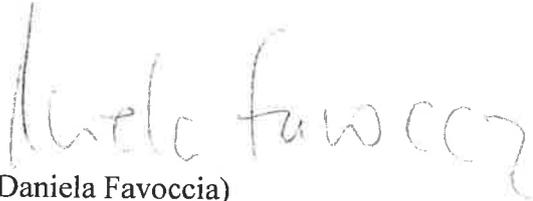
Eine erfolgte Sonderausschüttung ist auf den Ausgleich anzurechnen. Die Sonderausschüttung soll nämlich technisch dadurch vollzogen werden, dass durch eine Kapitalerhöhung zunächst Kapital-/Gewinnrücklagen in Grundkapital umgewandelt werden und sodann das neue Grundkapital im Wege einer effektiven Kapitalherabsetzung an die Aktionäre ausgeschüttet werden soll (vgl. Ad hoc vom 22. April 2009). Bei einer effektiven Kapitalherabsetzung ist daher nach ganz herrschender Meinung der Ausgleichsanspruch zu reduzieren, da bei der Kapitalrückzahlung das konzerngebundene Vermögen zugunsten der Aktionäre reduziert wird. Daher ist der Betrag der erfolgten Sonderausschüttung nicht nur bei der Abfindung zu berücksichtigen (siehe oben unter I.), sondern auch auf die Ausgleichszahlung anzurechnen.

- Vgl. *Koppensteiner* in Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl. 2004, § 304 Rn. 85; *Bilda* in Münchener Kommentar zum AktG, 2. Aufl. 2000, § 304 Rn. 142, 154 bis 157, 161 f.; *Stephan* in Schmidt/Lutter, AktG, 2008 § 304 Rn. 123; *Hasselbach/Hirte* in Großkommentar zum AktG, 4. Aufl. 2005, § 304 Rn. 108; *Geßler* in Geßler/Hefermehl, AktG, Stand 1975, § 304 Rn. 112; *Veil* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 304 Rn. 75; *Krieger* in Münch. Hdb. GesR Aktiengesellschaft, 3. Aufl. 2007, § 70 Rn. 105 -

III. Neues Vergleichsangebot

Im Interesse einer zeitnahen Beendigung des Verfahrens ist die Antragsgegnerin nach wie vor bereit, das Spruchverfahren durch einen Vergleich zu beenden. Wie bisher bietet die Antragsgegnerin eine Abfindung in Höhe von EUR 8,00 an. **Zusätzlich** kommt die Antragsgegnerin den Antragstellern beim Ausgleich entgegen und bietet an, den Ausgleich entsprechend dem Vergleichsvorschlag des Gerichts vom 6. Juni 2008 im gleichen Verhältnis wie die Abfindung zu erhöhen; das entspricht einem Ausgleichsbetrag von EUR 0,39. Der neue Vergleichsvorschlag ist mit allen Änderungen seit dem letzten Vorschlag vom 22. Januar 2009 als **Anlage 2** beigefügt (Änderungen sind markiert).

Dies ist das **letzte** Angebot der Antragsgegnerin, um das Verfahren gütlich beizulegen.


(Daniela Favoccia)
Rechtsanwältin