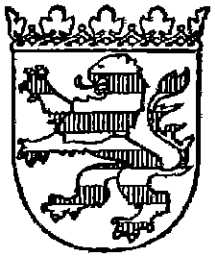
3-08 O 212/02



Beschluss

In dem Rechtsstreit

Vertreter der außenstehenden Aktionäre:

g e g e n

hat das Landgericht Frankfurt am Main - 8. Kammer für Handelssachen -

durch Vorsitzenden Richter am Landgericht und den Handelsrichtern
und

am 19. 03. 2008 beschlossen:

Die angemessene Barabfindung gemäß §§ 327 a Abs. 1 Satz 1, 327 f. Abs. 1 Satz 2 AktG a.F. wird anlässlich der Übertragung der Aktien der Antragsgegnerin zu 1. auf die Antragsgegnerin zu 2. auf insgesamt 7,64 Euro je Aktie der Antragsgegnerin zu 1. nebst Zinsen in Höhe von 2 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz der EZB seit 07.11.2002 festgesetzt.

Die Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre sowie der notwendigen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller hat die Antragsgegnerin zu 2. zu tragen.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und die Antragsgegnerinnen wird auf 858.737,88 Euro und der für die Antragsteller auf 2,34 Euro je innegehaltene Aktie der Antragsgegnerin zu 1 festgesetzt.

Die Vergütung für den Vertreter der außenstehenden Aktionäre,
, wird für den ersten Rechtszug auf 16.000,00 Euro einschließlich Mehrwertsteuer festgesetzt.

Gründe:

Die Antragsgegnerin zu 1) wurde 1995 gegründet und betrieb im Jahr 2002 eines der größten europäischen Karrieremärkte im Internet. Kerngeschäftsfeld war die Vermittlung über das Online-Geschäft, das einen Anteil von über 90 % der Gesamterlöse hatte.

Die Geschäftstätigkeit der Antragsgegnerin zu 2 umfasste die Erbringung von Personaldienstleistungen für Unternehmer und dabei insbesondere die Vermittlung, Schulung und Beurteilung von Zeitarbeitnehmern und Festangestellten. Hierbei entfiel der überwiegende Umsatz der Antragsgegnerin zu 2 auf die Vermittlung von Zeitarbeitnehmern.

Das Grundkapital der Antragsgegnerin zu 1 war in 13.782.353 Aktien aufgeteilt. Davon hielt die Antragsgegnerin zu 1 bzw. waren dieser zuzuordnen 611.338 Aktien (Seite 39 des Übertragungsberichts). Die Antragsgegnerin zu 2 hielt 12.804.033 Aktien (Seite 13 des Übertragungsberichts). Die restlichen Aktien von 366.982,00 Euro befanden sich im Streubesitz.

Die Hauptversammlung der Antragsgegnerin zu 1 beschloss am 22.08.2002, die sich im Streubesitz befindlichen Aktien auf die Antragsgegnerin zu 2 zu übertragen, und zwar gegen Zahlung einer Barabfindung in Höhe von 5,30 Euro je Aktie.

Im Übertragungsbericht, der mit Unterstützung von erstellt wurde, wurde zum 22.08.2002 nach der Ertragswertmethode ein Unternehmenswert der Antragsgegnerin zu 1. von 67.664.000,00 Euro, was einer Abfindung von 5,14 Euro je Aktie entspricht, ermittelt. Die Antragsgegnerin zu 2. entschloss sich jedoch, die durch ermittelte Barabfindung auf 5,30 Euro je Aktie zu erhöhen. Wegen der Einzelheiten der Ermittlung des Unternehmenswerts wird auf den Übertragungsbericht vom 05.07.2002 verwiesen.

Mit Beschluss des Landgerichts Frankfurt vom 10.06.2002 wurde zur Sachverständigenprüferin gemäß § 327 c Abs. 2 Satz 2 AktG bestellt. Wegen deren Prüfungsergebnisse wird auf den Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung vom 08.07.2002 verwiesen.

Die Eintragung des Squeeze out-Beschlusses erfolgte im Handelsregister der Antragsgegnerin zu 1. am 18.10.2002 und die Veröffentlichung dieser Eintragung im Bundesanzeiger am 07.11.2002.

Die Kammer hat durch Beschlüsse vom 19.05.2004 (Bl. 109 - 112 d. A.) und 27.09.2006 (Bl. 244 - 247 d. A.) Beweis durch Einholung eines schriftlichen Gutachtens erhoben. Wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird auf das Gutachten des Sachverständigen vom 15.03.2006 (im Folgenden: Gutachten) und dessen Ergänzungsgutachten vom 18.05.2007 (im Folgenden: Ergänzungsgutachten) verwiesen.

Die Anträge sind, mit Ausnahme des Antrags des Antragstellers zu 7., zulässig und auch begründet. Insoweit - Antragsteller zu 7. - fehlt die Vorlage eines entsprechenden Nachweises seiner Aktionärsstellung.

Aufgrund der Gutachten des Sachverständigen steht zur Überzeugung der Kammer fest, dass die angebotene Barabfindung von 5,30 Euro je Aktie der Antragsgegnerin zu 1. unangemessen ist. Ausgehend von der Unternehmensbewertung im Übertragungsbericht, deren Angemessenheit nach § 327 c Abs. 2 Satz 2 AktG durch
geprüft wurde, und der Überprüfung der Einwendungen der Antragsteller und der Antragsgegnerinnen durch den gerichtlich bestellten Sachverständigen
ist der Unternehmenswert der Antragsgegnerin zu 1. zum Stichtag 22.08.2002 auf 100.625.800,00 Euro zu schätzen (§ 287 Abs. 2 ZPO), was einer Barabfindung von 7,64 Euro (100.625.800,00 Euro : 13.171.015 Aktien) entspricht.

Die Kammer geht in ständiger Rechtsprechung davon aus, dass die Funktion eines Spruchverfahrens ist, die bereits erfolgte Unternehmensbewertung aufgrund schlüssiger Einwendungen auf ihre Plausibilität hin (OLG Düsseldorf AG 2003, 329 Tz. 85) unter Anwendung des § 287 Abs. 2 ZPO (BGH WM 2001, 856, 859; BayObLG ZIP 2000, 885 f. und OLG Stuttgart, Beschluss vom 26.10.2006 Az. 20 W 14/05) zu überprüfen.

Dies ergibt sich zum einen daraus, dass es sich bei dem Spruchverfahren um ein echtes Streitverfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit handelt (Keidel/Kuntze/Winkler, § 12 FGG R. 195 f.; OLG Düsseldorf AG 2000, 421, 422). In einem solchen echten Streitverfahren endet die Amtsermittlungspflicht dort, wo es die Verfahrensbeteiligten in der Hand haben, die notwendigen Erklärungen abzugeben, um eine ihren Interessen entsprechende Entscheidung herbeizuführen. Deshalb obliegt den Antragstellern eine Darlegungslast für solche Umstände, die eine höhere Bemessung der Barabfindung möglich erscheinen lassen. Tun sie das nicht, ist auch das Gericht nicht verpflichtet, weitere Nachforschungen anzustellen, wenn hierzu keine Anhaltspunkte gegeben sind. Vielmehr kann das Gericht - ohne seine Aufklärungspflicht zu verletzen - davon ausgehen, dass die Beteiligten die für sie günstigen Umstände von sich aus vortragen und bei unbestrittenem Sachvortrag von Amtsermittlungen absehen.

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

Die Kammer geht des Weiteren davon aus, dass die nach § 327 c Abs. 2 Satz 2 AktG geprüfte Unternehmensbewertung im Übertragungsbericht eine ausreichende Grundlage darstellt, den Unternehmenswert nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen. Denn die Unternehmensbewertung erfolgte aufgrund der vom Bundesverfassungsgericht (ZIP 1999, 1436, 1441) gebilligten und in der Praxis durchgesetzten Ertragswertmethode. Diese Methode wurde auch korrekt angewendet.

Bei dem im Übertragungsbericht ermittelten und durch

überprüften Unternehmenswert ist lediglich eine Plausibilitäts- und Restkontrolle vorzunehmen (OLG Düsseldorf AG 2003, 329 Tz. 85). Denn ein errechneter Unternehmenswert beruht auf einer Vielzahl von Prognoseentscheidungen, die alle zu einer mehr oder weniger großen Unschärfe der Bewertung des Unternehmens führen. Insbesondere stellt auch die Ertragswertmethode lediglich ein Hilfsverfahren dar, das methodisch stets anfechtbare Schätzungen liefert, weil die Zukunft im Dunkeln bleibt und der Wert eines Unternehmens sich nicht auf „Euro und Cent" berechnen lässt. Allerdings gibt die Ertragswertmethode einen geordneten Rahmen, innerhalb dessen die Schätzung des Unternehmenswerts zu transparenten und darstellbaren Ergebnissen führt (Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, 268 f.).

Deshalb ist die Unternehmensbewertung vorliegend nur daraufhin zu überprüfen, ob die Ertragswertmethode korrekt angewendet, insbesondere der rechtliche Rahmen eingehalten wurde, und die jeweiligen Prognosen plausibel und nachvollziehbar dargestellt wurden. Dabei ist es nicht Aufgabe des Gerichts, anstelle der Prognosen im Übertragungsbericht eigene Prognosen aufzustellen. Auch ist es grundsätzlich unzulässig, anstelle von Prognosen eine wegen der Dauer des Spruchverfahrens im Einzelfall durchaus mögliche ex-post-Betrachtung der realen Geschehnisse zu setzen (OLG Düsseldorf AG 2003, 329 ff.). Vielmehr bleiben für

die Plausibilitätskontrolle einzig und allein die auf den Stichtag bezogenen Prognosen im Bericht der Hauptaktionärin maßgebend, solange sie auf zutreffenden Informationen und realistischen Annahmen aufbauen und in sich widerspruchsfrei sind (OLG Stuttgart AG 2007, 596, 597 und NZG 2007, 112, 114).

Daraus ergibt sich, dass der „wahre Unternehmenswert" wegen der Ungenauigkeit der Prognosemethoden nur ein Näherungswert ist und mit einer Bandbreite festgelegt werden kann. Demgegenüber gibt es keinen mathematisch exakt zu bestimmenden Unternehmenswert. Vielmehr stellt jedes gutachterliche Ergebnis letztlich nur eine Schätzung des Unternehmenswerts dar, was zur Folge hat, dass die Verfahrensbeteiligten es hinnehmen müssen, dass eine Bandbreite von unterschiedlichen Werten als angemessene Abfindung existiert (BayObLG DB 2006, 39, 40).

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

Soweit die Antragsteller zu 4. bis 10. grundsätzlich beanstanden, dass der Sachverständige in seinem Gutachten die eingesehenen Unterlagen nicht im Einzelnen angegeben hat, und insoweit beantragen, dem Sachverständigen aufzugeben, die von ihm verwendeten Unterlagen unter Quellenangabe der Herkunft herauszugeben, sind Einwand und Antrag unbegründet.

Den Verfahrensbeteiligten steht zwar das Recht zu, Einsicht in die Unterlagen zu nehmen, die dem Gericht vorliegen. Dies bedeutet aber nicht - wie bereits vorstehend ausgeführt -, dass sie auch verlangen können, ihnen sämtliche Unterlagen zugänglich zu machen, die der Sachverständige bei seiner Begutachtung verwertet hat. Ein Anspruch auf Einsichtnahme ist vielmehr zu verneinen, wenn das Gericht die Vorlage nicht für erforderlich hält. Der Gutachter soll, ebenso wie der Übertragungsbericht, neben den allgemein den Aktionären zur Verfügung stehen-

den Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen und nicht sicherstellen, dass alle Einzelheiten der Berechnung nachvollzogen werden können (OLG Düsseldorf AG 2003, 329 Tz. 85).

Die Notwendigkeit der Vorlage der im Gutachten angegebenen Unterlagen, die der Sachverständige zum Beispiel im Rahmen der Bewertung der Tochterunternehmen (Seite 61 ff. des Gutachtens) unter Berücksichtigung des steuerlichen Verlustvortrags (Seite 79 ff. des Gutachtens) eingesehen und verwertet hat, ist nicht ersichtlich, da der Sachverständige die Berechnungen der für alle Tochtergesellschaften eingesehen und überprüft, das Ergebnis der Überprüfungen (Seite 66/67 des Gutachtens) und vorgenommene Änderungen der Planzahlen (Seite 67 ff. des Gutachtens) rechnerisch dargestellt hat.

Entsprechendes gilt für die Unterlagen bezüglich des steuerlichen Verlustvortrags. Danach hat der Sachverständige die Bescheide zur Feststellung der gewerbe- und körperschaftssteuerlichen Verlustvorträge eingesehen, die Zahlen im Gutachten (Seite 81 des Gutachtens) wiedergegeben und die Fortschreibung für nachvollziehbar gehalten. Außerdem hat er die Abbildung der steuerlichen Verlustvorträge im Rahmen der Planungsrechnung im Einzelnen dargestellt.

Daraus folgt, dass keine Veranlassung besteht, die vom Sachverständigen verwendeten weiteren relevanten Unterlagen dem Gericht vorzulegen.

Die Kammer geht aufgrund der Feststellungen des Sachverständigen in seinem Gutachten von einem Basiszinssatz von 5,4 % aus.

Ausgangspunkt für die Festlegung der Höhe des Basiszinses ist die aus der Sicht des Stichtags - hier: 22.08.2002 - auf Dauer zu erzielende Verzinsung einer quasirisikolosen Alternativanlage. Der Zinssatz ist also zukunftsbezogen (OLG Düsseldorf NZG 2000, 323, 325; Großfeld a.a.O., 114).

Demgegenüber kommt es nicht auf die Höhe des Basiszinses am Stichtag selbst an (OLG Düsseldorf BB 2000, 82; Großfeld a.a.O., 119), weil der Zins am Stichtag gerade in einer Phase niedriger oder hoher Zinsen fallen kann und eine solche Annahme auch nur dann sachgerecht wäre, wenn aus Stichtagssicht keine An-

haltspunkte für eine im Zeitablauf steigende oder sinkende Rendite vorliegen. Eine solche Erwartung gibt es jedoch hinsichtlich eines Anlagezinses nicht. Vielmehr kommt es auf den Durchschnitt künftiger Zinserwartungen an.

Um den Durchschnitt der zukünftigen Zinserwartungen vertretbar festzulegen, orientiert man sich an inländischen, öffentlichen Anleihen mit einer Laufzeit von bis zu 30 Jahren. Da ein Unternehmen aber eine zeitlich unbegrenzte Lebensdauer hat, ist eine Prognose über die danach zu erwartende Umlaufrendite erforderlich. Erst die zur Herstellung der Laufzeitgleichheit zwischen Anlage und Unternehmen erforderliche Wiederanlageprämisse macht es nötig, bei dem Basiszinssatz künftige Zinssätze zu schätzen. Eine solche Prognose - wie hoch der Zinssatz in 30 Jahren sein wird - ist immer mit Unsicherheit behaftet. Deshalb wird zunehmend vorgeschlagen, sich nicht mehr an inländischen öffentlichen Anleihen mit Restlaufzeiten von 9 bis 10 Jahren zu orientieren, sondern an solchen mit Laufzeiten von bis zu 30 Jahren, weil insbesondere die am Markt zu beobachtende Zinsstruktur die beste Prognose für die nächsten 30 Jahre sei und die Prognose erst einen Zeitraum betreffe, der in spätestens 30 Jahren beginne (Jonas „Unternehmensbewertung: Zur Anwendung des Discounted-Cash-flow-Methode in Deutschland", in Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1995, 83, 87 f.).

Soweit es um die Anschlussverzinsung nach 30 Jahren geht, kann der insoweit zu schätzende Zinssatz auch aus der Zinsentwicklung der letzten 15 bis 20 Jahre abgeleitet werden (Arbeitskreis Unternehmensbewertung in seiner 84. Sitzung am 10.12.2004 in IDW-FN 2005, S. 70). Auch wenn es um zukünftige Zinsen geht, ist für die Vorhersehbarkeit des Anlagezinses am Stichtag die Vergangenheit ein geeigneter Maßstab, wenn man zusätzlich erwägt, ob sich am Stichtag ein Trend zu höheren oder niedrigeren Zinsen zeigt (Großfeld a.a.O., 119). Darüber hinaus kann aber auch zur Orientierung für die erforderliche Wiederanlage auf die aktuelle Zinsstrukturkurve zurückgegriffen werden (Standard IDW S 1 vom 18.10.2005 Tz. 127).

Daraus ergibt sich folgende Vorgehensweise bei der Ableitung des Basiszinssatzes:
Im ersten Schritt wird der Stichtagszins inländischer öffentlicher Anleihen mit langen Laufzeiten ermittelt. Im Schritt 2 wird der Wiederanlagezins anhand der Zins-

entwicklung in der Vergangenheit (historische Durchschnittsrendite) oder der aktuellen Zinsstrukturkurve bestimmt. Schritt 3 betrifft die mathematische Ableitung des einheitlichen Basiszinssatzes aus den in Schritt 1 und Schritt 2 ermittelten Eckdaten.

Dem entspricht zwar im Ansatz die Ableitung des Basiszinssatzes im Übertragungsbericht (Seite 24). Trotzdem hält die Kammer einen Basiszins von 6 % für unvertretbar hoch, weil bei Annahme einer Umlaufrendite öffentliche Anleihe mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren von 5,1 % ein viel zu hoher Wiederanlagezins von 15,3 % angenommen werden müsste, um zu einem einheitlichen Basiszins von 6 % zum Stichtag zu gelangen (Seite 31 des Gutachtens), die Antragsgegnerin im Übertragungsbericht (Seite 24) nicht allein auf öffentliche Anleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren abgestellt, sondern zusätzlich auf solche mit einer Restlaufzeit von 9 bis 10 Jahren, und einen zu hohen Wiederanlagezins von 7 % bis 7,5 % angenommen hat.

Vielmehr schließt sich die Kammer der schlüssigen und nachvollziehbaren Vorgehensweise des Sachverständigen bei der Ableitung des Basiszinses an. Diese wird im Einzelnen auf den Seiten 30 bis 32 des Gutachtens dargestellt und entspricht den vorstehenden Vorgaben der Kammer zur Ermittlung des Basiszinses. Dieses Verfahren ist entgegen der Ansicht der Antragsgegnerinnen nicht überholt. Zwar trifft es zu, dass der Standard IDW S 1 vom 18.10.2005 unter Tz. 127 vorsieht, die Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode) als Wiederanlageprämisse heranzuziehen. Aber auch unter Berücksichtigung des erst in 2005 beschlossenen Standards IDW S 1 ist es nicht zu beanstanden, dass der Sachverständige für die Bestimmung des Wiederanlagezinses nicht auf die am Markt beobachtete Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode) zurückgegriffen hat. Denn der Standard IDW S 1 n.F. empfiehlt gerade nicht zwingend die Anwendung der Zinsstrukturkurve. Vielmehr steht diese gleichwertig neben der Zinsentwicklung in der Vergangenheit. Deshalb ist es vertretbar, zur Bestimmung des Wiederanlagezinses auf die Zinsstrukturkurve zu verzichten (so auch OLG München ZIP 2007, 375). Dies gilt insbesondere für Unternehmensbewertungen, deren Stichtag -wie hier- weit vor der Verabschiedung des Standards IDW S 1 n.F. liegt.

Außerdem ist darauf hinzuweisen, dass die Antragsgegnerinnen selbst im Übertragungsbericht die vom Sachverständigen gewählte und von der Kammer für richtig befundene Vorgehensweise angewendet haben, um den Basiszins zu bestimmen (Seite 24).

Danach ist von einer Umlaufrendite öffentlicher Anleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren in Höhe von 5,1 % zum Bewertungsstichtag auszugehen und daraus zusammen mit einem Wiederanlagezins von 6,7 % ein Basiszinssatz von 5,4 % mathematisch zu errechnen. Dabei trifft insbesondere die Ableitung des Wiederanlagezinses zu, auch wenn der Sachverständige insoweit nur einen Zeitraum von 14 Jahren (1988 bis 2002) wählte, weil Anleihen mit einer Restlaufzeit von 15 bis 30 Jahren erst seit Juni 1988 verfügbar sind (Seite 30 des Gutachtens).

Soweit dieser Zinssatz mit 6,7 % unter der langjährigen durchschnittlichen Rendite von 7,1% liegt, ist auch dies nicht zu beanstanden, weil zusätzlich zu berücksichtigen ist, dass die zum Stichtag zeitnähere Niedrigzinsphase nunmehr schon eine längere Zeit dauerte und deshalb angenommen werden kann, dass der Wiederanlagezins unterhalb dem langjährigen Durchschnitt der in der Vergangenheit erzielten Renditen liegen werde (Seite 31 des Gutachtens).

Demgegenüber hält es die Kammer nicht für vertretbar, den Wiederanlagezins - so die Antragsteller zu 4. bis 10. - auf 4 % zu schätzen. Zumal der Wiederanlagezins nach der Zinsstrukturkurve immerhin noch 6,0 % beträgt.

Der so ermittelte Basiszins liegt im unteren Bereich der bisher in der Rechtsprechung für 2002 angenommenen Basiszinssätze. So hat das OLG Stuttgart in zwei Beschlüssen (AG 2007, 209 und 128, 132) einen solchen von 5,75 % (Stichtag 18.12. bzw. 15.08.2002), das OLG München in zwei Beschlüssen (AG 2007, 246 und ZIP 2007, 375) einen solchen von 6 % (Stichtag 27.06. bzw. 17.05.2002) und das OLG Celle im Beschluss 6 W 154/04 einen solchen von 5,50 % (Stichtag 15.07.2002) angenommen. Auch die bislang von der Kammer festgesetzten Basiszinssätze bewegen sich in diesem Rahmen:

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

Des Weiteren ist im Rahmen der Feststellungen des Kapitalisierungszinses ein Risikozuschlag nach Steuern in Höhe von 3,5 % anzunehmen.

Der Risikozuschlag berücksichtigt den Umstand, dass eine Anlage in dem zu bewertenden Unternehmen risikoreicher ist als eine Anlage in einer quasi-risikolosen öffentlichen Anleihe.

Die Höhe des Risikozuschlags ist das Produkt aus den Faktoren Marktrisikoprämie und Betafaktor (Großfeld DB 2004, 2799, 2801).

Zur Ermittlung der Marktrisikoprämie wird auf die Marktrendite, die in einem bestimmten Zeitraum durch eine Anlage in Aktien erzielt werden kann, abgestellt. Dabei soll ein Zeitraum von mehr als 10 Jahren zugrunde gelegt werden (Großfeld DB 2004, 2799, 2801). Wenn man von der Marktrendite den Basiszins abzieht, erhält man den Betrag, den der Markt über den Basiszins hinaus verlangt, wenn eine Anlage anstelle einer quasi-risikolosen Anleihe in einem Unternehmen erfolgt (Marktrisikoprämie):
Marktrendite
- quasi-risikoloser Basiszins
= Marktrisikoprämie.

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

Dabei drückt der Betafaktor die zukünftige Korrelation der Renditeschwankung der Aktien des zu bewertenden Unternehmens zur Marktrenditeschwankung aus. Wenn das Risiko der Anlage in dem konkret zu bewertenden Unternehmen dem Marktdurchschnitt entspricht, ist der Betafaktor 1. Ist das Risiko geringer, so liegt er unter 1, und wenn das Risiko größer ist, so liegt er über 1 (Großfeld a.a.O, 136). Als Anhaltspunkt für das Risiko einer Geldanlage in einem börsennotierten Unternehmen dient die Volatilität der Aktie, wobei die Marktvolatilität das Durchschnittsrisiko aller Unternehmen im jeweiligen Index ist (Betafaktor = 1). Schwankt die Aktie über dem Durchschnitt der Marktvolatilität in dem Index, so liegt der Betafaktor über 1 (Großfeld DB 2004, 2799, 2802). Bei nicht börsennotierten Unter-

nehmen und solchen, die in keinem Index gelistet sind, erfolgt die Abbildung des Betafaktors über börsennotierte Vergleichsunternehmen, die hinsichtlich Chancen und Risiken zum Bewertungsobjekt vergleichbar sind, so genannte Peer Group.

Diese Vorgehensweise ist jedenfalls methodisch transparenter als das Vorgehen des Oberlandesgerichts München im Beschluss vom 26.10.2006 (ZIP 2007, 375), das - zumindest beim Squeeze out - regelmäßig einen Risikozuschlag von 2 % für sachgerecht und einen über 2 % - so auch die Antragsteller zu 4. bis 10. - für besonders begründungsbedürftig erachtet (BayObLG AG 2006, 41, 44), weshalb die Kammer die vorstehend aufgezeichnete Vorgehensweise auch der weiteren Betrachtung zugrunde legt.

Den vorstehenden Grundsätzen entspricht die Ermittlung des Risikozuschlags durch den Sachverständigen

Aber die Kammer hält entgegen der Ansicht des Sachverständigen der eine Risikoprämie von 3 % nach Steuern angenommen hat, eine Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern für angemessen und vertretbar.

Insoweit ist nämlich nicht der zum Bewertungsstichtag geltende Standard IDW S 1, sondern der erst am 18.10.2005 beschlossene Standard IDW S 1 rückwirkend anzuwenden, weil in diesem Standard im Vergleich zum Standard IDW S 1 a.F. gesichertere Erkenntnisse zur Feststellung der Marktrisikoprämie niedergelegt sind. Denn der Bewertung eines Unternehmens ist grundsätzlich der neueste Erkenntnisstand in der Betriebswirtschaftslehre zugrunde zu legen, zumindest dann, wenn der neueste Erkenntnisstand einen Erkenntnisgewinn im Vergleich zum früheren Erkenntnisstand bringt (BayObLG DB 2006, 39, 40 und OLG Stuttgart AG 2007, 128, 132).

Der Standard IDW S 1 n.F. bringt im Vergleich zum Standard IDW S 1 a.F. einen solchen Erkenntnisgewinn, soweit die Änderungen im Standard IDW S 1 n.F. Ausfluss des körperschaftssteuerlichen Halbeinkünfteverfahrens sind. Da die Besteuerung der Gewinnausschüttung seit 2001 nach dem Halbeinkünfteverfahren erfolgt, sind die Änderungen im Standard IDW S 1, die auf das körperschaftssteuerliche

Halbeinkünfteverfahren zurückgehen, auch rückwirkend auf Unternehmensbewertungen, deren Stichtag - wie hier - nach dem 01.01.2001 liegt, anzuwenden.

Dem steht die Entscheidung des BayObLG vom 28.10.2005 in DB 2006, 39 nicht entgegen.

Denn die Überprüfung einer Bewertung eines Unternehmens im Spruchverfahren hat entgegen der Ansicht des BayObLG nicht nach den zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtags geltenden Bewertungsgrundsätzen zu erfolgen, sondern nach neuesten Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre, selbst wenn diese zum Zeitpunkt des Stichtags noch nicht erkennbar waren. Bewertungsgrundsätze sind nämlich nicht mit dem zum Stichtag geltenden Recht vergleichbar, sondern eher mit der zum Stichtag geltenden Rechtsprechung (so im Ergebnis auch OLG Stuttgart AG 2007, 128, 132). In beiden Fällen geht es um Erkenntnisse im wissenschaftlichen Sinne. Soweit es um die Anwendung von der Rechtsprechung entwickelter Grundsätze geht, ist jeweils die neueste Rechtsprechung anzuwenden, auch wenn sie zum Zeitpunkt des zu beurteilenden Sachverhalts noch nicht gegolten hat. Die Grenze der rückwirkenden Anwendung einer neuen Rechtsprechung auf einen Sachverhalt ist der Vertrauensgrundsatz. Erst wenn die neuere Rechtsprechung einer Partei nicht zumutbar ist, findet eine neuere Rechtsprechung auf einen schon in der Vergangenheit abgeschlossenen Sachverhalt keine Anwendung. Entsprechendes gilt für die Rückwirkung von Bewertungsgrundsätzen im Spruchverfahren. Eine Rückwirkung ist erst dann ausgeschlossen, wenn die Verfahrensbeteiligten mit der rückwirkenden Anwendung von Bewertungsgrundsätzen nicht rechnen mussten. Soweit es um die steuerlichen Auswirkungen des Halbeinkünfteverfahrens geht, war für alle Beteiligten vorhersehbar, dass die Besteuerung der Dividende nach dem Halbeinkünfteverfahren auch Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung haben wird.

Denn bereits aus dem Stichtagsprinzip folgt, dass das jeweils zum Stichtag geltende Steuerrecht anzuwenden ist. Außerdem war schon zum Zeitpunkt der Einführung des Halbeinkünfteverfahrens unklar, ob der zuvor angewendete typisierte Steuersatz von 35 % noch zutrifft (Großfeld a.a.O., 103).

Darüber hinaus hält auch das BayObLG eine rückwirkende Anwendung von Bewertungsgrundsätzen dann für zulässig, wenn die neuen Grundsätze einen Erkenntnisgewinn bringen (DB 2006, 39, 40 und ebenso OLG Stuttgart AG 2007, 128, 132).

Schließlich kann auch der Entscheidung des Bundesgerichtshofs in WM 2001, 856 ff. entnommen werden, dass der BGH keine Bedenken gegen eine rückwirkende Anwendung von Bewertungsgrundsätzen hat. Denn in der vorstehenden Entscheidung beruft sich der BGH mehrfach auf den seit 2000 geltenden Standard IDW S 1, obwohl zum Bewertungsstichtag des zu beurteilenden Unternehmens (Altana) noch der Standard HFA 2-1983 galt.

Der neue Standard IDW S 1 bringt auch einen Erkenntnisgewinn gegenüber dem alten Standard IDW S 1, soweit IDW S 1 n.F. eine Reaktion auf die Einführung des Halbeinkünfteverfahrens ist. Dies ergibt sich aus Folgendem:
Nach dem Standard IDW S 1 a.F. wurde ein typisierter persönlicher Steuersatz von 35 % sowohl bei den zu kapitalisierenden Erträgen als auch beim Kapitalisierungszinssatz in Abzug gebracht, insbesondere auch vom – um den es vorliegend geht – Risikozuschlag (Seite 26 des Übertragungsberichts). Dieser typisierte Abzug in Höhe von 35 % vom Risikozuschlag ist jedoch seit Einführung des Halbeinkünfteverfahrens nicht mehr zutreffend, weil die typisierte Einkommensteuer auf Dividenden nur noch 17,5 % beträgt. Dieser Prozentsatz wurde auch bei der Ermittlung des zu kapitalisierenden Ergebnisses im Übertragungsbericht abgezogen. Demgegenüber wurde beim Risikozuschlag, also auch bei der Marktrisikoprämie, ein typisierter Einkommensteuersatz von 35 % in Abzug gebracht. Diese unterschiedliche Behandlung ist durch den Standard IDW S 1 n.F. mit dem so genannten Tax-CAPM abgeschafft, weil der Tax-CAPM besser als der Standard-CAPM geeignet ist, die Besteuerung für die Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes konsistent abzubilden. Demgegenüber ist der Standard – CAPM grundsätzlich nicht vereinbar mit dem Halbeinkünfteverfahren (Wagner/Jonas/Ballwieser/ Tschöpel a.a.O., 1006).

Bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie wird theoretisch von einer Marktrendite, die in einem bestimmten Zeitraum durch eine Anlage in Aktien erzielt werden kann, ausgegangen und von dieser Marktrendite der sogenannte quasi-risikolose

Basiszins abgezogen. Die Differenz aus Beiden stellt die Marktrisikoprämie dar. Es geht also bei der Marktrisikoprämie im Ausgangspunkt – Marktrendite – um die Rendite eines Aktienportfolios. Dieses wird jedoch nicht mit einem pauschalierten Einkommenssteuersatz von 35 % besteuert, sondern Dividenden nur mit der Hälfte (17,5 %) und Kursgewinne außerhalb der Spekulationsfrist bleiben sogar steuerfrei. Deshalb soll nach dem Standard IDW S 1 n.F. die Steuerbelastung des Aktienportfolios als Alternativanlage nicht mehr in der Form eines typisierten Abschlags in Höhe von 35 % erfolgen, sondern unmittelbar durch Anwendung eines an das deutsche Halbeinkünfteverfahren angepasste und weiter entwickelte Nachsteuer-CAPM geschehen. Die Anwendung dieses so genannten Tax-CAPM, das von der Betriebswirtschaftslehre als Reaktion auf die Einführung des Halbeinkünfteverfahrens entwickelt wurde und das durch den Standard IDW S 1 n.F. empfohlen wird, ist gegenüber dem Standard-CAPM aufgrund der vorstehenden Ausführungen sachgerechter, weil das Tax-CAPM im Gegensatz zum Standard-CAPM die Besteuerung nach dem Halbeinkünfteverfahren berücksichtigt. Dieser erhebliche Erkenntnisgewinn wirkt sich nicht nur in der Zukunft aus, sondern muss auch rückwirkend im Spruchverfahren zur Geltung gebracht werden. Denn es geht um eine reine Methodenänderung, die losgelöst von Änderungen des bewertungsrelevanten Sachverhalts zur Anwendung kommt (Dörschell/Franken, „Rückwirkende Anwendung des neuen IDW-Standards zur Durchführung von Unternehmensbewertungen", in: DB 2005, 2257 f.). Deshalb ist die Kammer der Auffassung, dass es nach Einführung des Halbeinkünfteverfahrens nicht mehr vertretbar ist, die Marktrisikoprämie genauso wie den Basiszinssatz mit einem typisierten Steuersatz von 35 % zu belasten. Vielmehr muss rückwirkend Rechnung getragen werden, dass als Alternativanlage für die Bestimmung der Marktrendite konsequenterweise von einem Aktienportfolio ausgegangen werden muss, das nach Einführung des Halbeinkünfteverfahrens anders zu besteuern ist als mit einem typisierten Steuersatz von 35 %.

Diesen Anforderungen kam der Sachverständige mit der Anwendung des von der Betriebswirtschaftslehre entwickelten und vom Standard IDW S 1 n.F. empfohlenen Tax-CAPM im Grundsatz nach (Seite 37-48 des Gutachtens).

Die konkrete Höhe der Marktrisikoprämie wird anhand von am Markt in der Vergangenheit beobachteten Risikoprämien abgeleitet (IDW S 1 n.F. Tz. 99). Insoweit

empfiehlt der Arbeitskreis Unternehmensbewertung für Bewertungen nach dem 31.12.2004 eine Marktrisikoprämie von 5 bis 6 % zugrunde zu legen (IDW FN 1/2/2005, 71). Eine Empfehlung für Bewertungen vor diesem Stichtag gibt es nicht.

Vielmehr gibt es nur eine Reihe von empirischen Studien, die in der Vergangenheit liegende Marktrisikoprämien vor Steuern zwischen 4 bis 5 % belegen (Seite 42-47 des Gutachtens). Dabei ist jedoch eine deutliche Tendenz von sinkenden Marktrisikoprämien insoweit zu erkennen, als die 90-er Jahre des vorigen Jahrhunderts in die Kapitalmarktuntersuchung einbezogen wurden. Diese Tendenz muss berücksichtigt werden, soweit aus den in der Vergangenheit beobachteten Marktrisikoprämien auf die zukünftige geschlossen wird.

Die bislang einzige empirische Studie, die eine Marktrisikoprämie nach Steuern ermittelt, ist die von Stehle, der eine um rund einen Prozentpunkt höhere Risikoprämie nach Steuern im Vergleich zur Risikoprämie vor Steuern ermittelte (Seite 54 des Gutachtens). Dies entspricht einer Marktrisikoprämie von 5 bis 6 % in der Vergangenheit und auch der Empfehlung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung für die Zeit nach dem 31.12.2004.

Mangels anderer Anhaltspunkte geht deshalb auch die Kammer für die Ermittlung der zukünftigen Marktrisikoprämie von einer in der Vergangenheit liegenden Marktrisikoprämie in einer Bandbreite von 5 bis 6 % - im Durchschnitt also 5,5 % - aus.

Der Kammer ist dabei bewusst, dass es keine methodisch exakt ableitbare Marktrisikoprämie nach Steuern gibt, sondern eine vertretbare Marktrisikoprämie sich innerhalb einer bestimmten Bandbreite bewegt, die der Sachverständige aufgezeigt hat. Darüber hinaus besteht auch die zusätzliche Schwierigkeit aus einer aus der Vergangenheit abgeleiteten Marktrisikoprämie die zukünftige zu ermitteln. Letztlich besteht insoweit ein erheblicher Prognosespielraum, den es gilt auszufüllen.

Ausgehend von der vorstehend aufgezeigten, in der Vergangenheit liegenden Marktrisikoprämie von im Durchschnitt 5,5 % nach Steuern, der Tendenz, dass die

Marktrisikoprämie in der jüngeren Vergangenheit unter diesem Wert lag und dem Umstand, dass der Anleger in der Zukunft bessere Möglichkeiten zur Risikobegrenzung durch Diversifikation hat, schließt sich die Kammer der Auffassung des Sachverständigen an (Seite 47 des Gutachtens), dass zur Ermittlung der zukünftigen Marktrisikoprämie ein Abschlag von 1 bis 1,5 % von der in der Vergangenheit beobachteten Marktrisikoprämie vorzunehmen ist. Dies ergibt im Ergebnis eine von der Kammer vorliegend zugrunde gelegte Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern.

Zur Ermittlung des Risikozuschlags ist sodann die Marktrisikoprämie nach Steuern in Höhe von 4,5 % mit dem Betafaktor, den die Kammer auf 0,8 schätzt, zu multiplizieren.

Auch bei der Ermittlung des für die Antragsgegnerin zu 1. maßgebenden Betafaktors besteht die Schwierigkeit, aus den in der Vergangenheit für unterschiedliche Perioden ermittelten RAW-Betas den zukünftigen Betafaktor zu schätzen. Insoweit kann dem RAW-Beta wiederum nur Indizwirkung zukommen. Zumal sich der Betafaktor stark verändert, je nachdem welcher Zeitraum (6 Monate oder 12 Monate vor dem Stichtag oder vor der Veröffentlichung des Übernahmeangebots), welche Periodizität (tägliche oder wöchentliche Ermittlung) und welcher Index zugrunde gelegt wird (Seite 10 des Ergänzungsgutachtens und die Tabelle auf S. 50 des Gutachtens). Außerdem gibt es neben dem RAW-Beta den Adjusted-Beta, der sich zu 1/3 aus dem Marktfortfolio-Beta und zu 2/3 aus dem RAW-Beta zusammensetzt (Seite 51 des Gutachtens). Mit dieser Gewichtung sollen Fehler ausgeglichen werden, die dadurch entstehen können, dass hohe historische Betas zur Überschätzung und niedrige historische Betas zur Unterschätzung des zukünftigen Betas führen. Deshalb ist der Adjusted-Beta eher zukunftsgerichtet als der RAW-Beta und wird auch aus diesem Grund von der Kammer als maßgeblich angesehen.

Des Weiteren ist zu berücksichtigen, dass nach dem Stichtagsprinzip - entgegen der Auffassung der Antragsgegnerinnen - grundsätzlich der Zeitraum zwischen Veröffentlichung des Übernahmeangebots und dem Stichtag, 22.08.2002, mit in die Schätzung des zukünftigen Betas einzubeziehen ist. Allerdings ist die Tendenz, dass die Aktie nach Ankündigung des Übernahmeangebots weniger

schwankungsanfällig geworden ist, weil sich der Aktienkurs in der Nähe des Übernahmeangebots eingependelt hat, was dazu führte, dass der Betafaktor nach diesem Zeitpunkt wesentlich niedriger war als vor diesem Zeitpunkt, mit zu berücksichtigen.

Ausgehend von der Tabelle auf S. 50 des Gutachtens schwankte der Adjusted-Beta zwischen minus 0,14 und 2,01, was einen Mittelwert von 1,1 ergibt. Da jedoch den Betas vor dem Stichtag - 22.08.2002 - für den zukünftigen Beta eine höhere Aussagekraft zukommen und die Betas, bezogen auf den Stichtag vor dem 22.08.2002, erheblich unter 1,0 liegen, schätzt die Kammer den zukünftigen Beta für die Antragsgegnerin zu 1. auf 0,8.

Für einen solchen zukünftigen Beta unter 1,0 spricht zusätzlich die Kapitalstruktur der Antragsgegnerin zu 1.. Denn ein hoher Verschuldungsgrad des zu bewertenden Unternehmens korreliert mit einem hohen finanziellen Risiko und damit auch mit höheren Schwankungsbreiten der Aktie bzw. höheren Risikozuschlägen. Da die Antragsgegnerin zu 1. ausschließlich über Eigenkapital finanziert wurde (Seite 53 des Gutachtens), ist auch in der Zukunft von einem geringeren finanziellen Risiko auszugehen.

Der Wachstumsabschlag beträgt nach den Feststellungen des Sachverständigen 2 %.

Der Wachstumsabschlag berücksichtigt den Umstand, dass bei der ewigen Rente Ertragsüberschüsse eingesetzt werden, ohne weitere Steigerungsraten in der Zukunft zu beachten. Dies ist aber eine verkürzte Sichtweise. Denn es darf angenommen werden, dass die Überschüsse eines Unternehmens auch in der Zukunft nominal steigen. Deshalb ist es gerechtfertigt, einen Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz nach Steuern bei der ewigen Rente vorzunehmen, wenn die Gewinne des zu bewertenden Unternehmens in der Zukunft voraussichtlich nominal wachsen werden (Großfeld a.a.O., 144).

Ein Anhaltspunkt für die Höhe des Wachstumsabschlags liefern die Inflationsraten in der Vergangenheit. Allerdings führen nicht nur Preissteigerungen, sondern auch Mengen- und Strukturveränderungen (Entwicklung neuer Produkte, Eintritt von

Wettbewerbern, Kosteneinsparungen) zu Änderungen der nominalen Überschüsse. Zudem werden nominale Ergebnissteigerungen teilweise durch Scheingewinnbesteuerung aufgezehrt (Seite 57 des Gutachtens).

Ausgehend von diesen Grundsätzen hält die Kammer mit dem Sachverständigen : den im Übertragungsbericht (Seite 25) zugrunde gelegten Wachstumsabschlag von 2 % in der Phase II für vertretbar.

Für die konkrete Ermittlung eines nachhaltigen, gleichbleibenden nominalen Wachstums in der Phase der ewigen Rente kann - wie vom Sachverständigen angenommen - auf langfristig zu prognostizierende Wachstumstrends abgestellt werden. Hieraus ist unter Berücksichtigung der branchen- und konjunkturellen Erwartungen die zukünftige nominale Wachstumsrate des Bewertungsobjekts abzuleiten (Seite 14 und 15 des Ergänzungsgutachtens). Als angemessene Obergrenze für das langfristige nominale Wachstum finanzieller Überschüsse eines Unternehmens wird das durchschnittliche Wachstum des Bruttoinlandprodukts gesehen. Dieses belief sich im Durchschnitt der letzten 6 Jahre vor dem Stichtag auf 2,5 %.

Zwar weist der Übertragungsbericht in der Phase I (Seite 31 und 36) höhere Wachstumsraten sowohl bezüglich der prognostizierten Überschüsse als auch bezüglich der prognostizierten Gesamtleistungen aus (hierzu Seite 59 und 60 des Gutachtens). Aber der Sachverständige weist insoweit zutreffend darauf hin, dass eine lineare Fortschreibung dieser Wachstumssteigerungen aus der Detailplanungsphase in die Unendlichkeit nicht vertretbar ist (Seite 60 f. des Gutachtens und 15 des Ergänzungsgutachtens).

Denn auch für eine internetbasierte Jobbörse gilt, dass im Anschluss an eine erfolgreiche Marktplatzierung das Geschäftspotential dauerhaft durch das Volumen von Arbeitskräfteangebot und - nachfrage beschränkt wird. Nach Ausbau des Kundenstamms bei weitgehender Marktdurchdringung unter Verdrängung der Print-Medien erscheint ein nachhaltiges zweistelliges Wachstum nicht plausibel. Das gilt auch für ein ursprünglich innovatives Unternehmen wie die Antragsgegnerin zu 1., das am Markt ständig gewachsen ist. Auch ein solches Unternehmen stößt in der Zukunft an eine Sättigungsgrenze mit der Folge, dass sich das Wachstum in der Zukunft abflachen und normalisieren wird. Zumal davon auszu-

gehen ist, dass sich aufgrund der „Überrenditen" in der Vergangenheit am Markt zusätzlicher Wettbewerb einstellen wird, der dauerhaft zu einer Normalisierung des Wachstums führt.

Deshalb hält es auch die Kammer für nicht plausibel, dauerhaft ein nominales Wachstum zu planen, das über der vorstehend dargestellten Obergrenze von 2,5 % liegt.

Außerdem ist bei der Bemessung des nominalen Wachstums mit zu berücksichtigen, dass im Basiszins bereits ein Teil der zum Bewertungsstichtag antizipierten und in der Zukunft erwarteten Geldentwertung Berücksichtigung gefunden hat (Seite 60 des Gutachtens und 16 des Ergänzungsgutachtens). Auch dies spricht dafür, das nominale Wachstum unterhalb der Obergrenze von 2,5 % zu schätzen. Dies gilt jedenfalls bei Annahme einer durchschnittlichen zukünftigen Inflationsrate von 2 %. Zwar hat der Sachverständige nicht ausdrücklich eine künftige Inflationsrate geschätzt. Aber aus den Angaben des Sachverständigen auf Seite 58 seines Gutachtens kann eine solche zukünftige durchschnittliche Inflationsrate abgeleitet werden. Soweit die Antragsteller zu 4. bis 10. eine solche von 3,4 % angenommen haben, ist im Hinblick darauf, dass die Inflationsraten in den Jahren vor dem Stichtag weit unter 2 % lagen, eine so hohe Inflationsrate nicht nachvollziehbar.

Wenn man insoweit zusätzlich berücksichtigt, dass es deutschen Unternehmen in der Vergangenheit nicht gelungen ist, inflationsbedingte Kostensteigerungen vollständig auf die Absatzpreise umzulegen (S. 60 des Gutachtens), ist die Annahme eines Wachstumsabschlags von 2 % bei Annahme einer durchschnittlichen, zukünftigen Inflationsrate von 2 % als wohlwollend für die Antragsteller zu bezeichnen.

Die vom Sachverständigen gewählte Vorgehensweise ist auch in sich stimmig und nachvollziehbar. Insbesondere ist die Abbildung des konkreten Wachstumsabschlags von 2 % ausreichend dargestellt.

Schließlich liegt auch der Wachstumsabschlag von 2 % am oberen Ende der von der Rechtsprechung als angemessen gehaltenen Bandbreite zwischen 0,5 bis 2

%. Diese Bandbreite hat auch die Kammer in der Vergangenheit in ihren Entscheidungen zugrunde gelegt.

Die vorstehenden Ausführungen führen (Seite 91 des Gutachtens) zu einem Kapitalisierungszinssatz von 7,11 % für die Phase I (bis 2007) und einem solchen nach Wachstumsabschlag von 5,11 % für die Phase II (ab 2008).

Soweit es um die Ermittlung des Ertragswerts zum 22.08.2002 geht, schließt sich die Kammer den schlüssigen und nachvollziehbaren Ergebnissen des Sachverständigen an und schätzt diesen auf 87.571.000,00 Euro (Seite 94 des Gutachtens).

Soweit es um die Berücksichtigung der steuerlichen Verlustvorträge geht, ist dieser nach den Feststellungen des Sachverständigen (Seite 79-84 des Gutachtens) vertretbar im Übertragungsbericht berücksichtigt worden.

Nach den Feststellungen des Sachverständigen können steuerliche Verlustvorträge im Rahmen der Unternehmensbewertung unterschiedlich behandelt werden (Seite 81 des Gutachtens).

Hinsichtlich der Abbildung steuerlicher Verlustvorträge bei der Unternehmensbewertung sind zwei Vorgehensweisen denkbar. Zum einen kann eine gesonderte Bewertung der Verlustvorträge in einer Nebenrechnung und Addition des sich hieraus ergebenden Wertes als Sonderwert zum Unternehmenswert durchgeführt werden. Der Wert der Verlustvorträge ergibt sich in diesem Fall durch Subtraktion der Unternehmenswerte, die einerseits einschließlich der Verlustvorträge und andererseits ohne Verlustvorträge berechnet werden.

Zum anderen kann der Wert der Verlustvorträge unmittelbar in der Steuerberechnung Berücksichtigung finden, die in die Ermittlung der zu kapitalisierenden Beträge integriert ist. Beide Vorgehensweisen sind in der Bewertungspraxis anzutreffen und führen bei der Verwendung identischer Ausgangsparameter zur betragsmäßig gleichen Erhöhung des Unternehmenswertes.

Im Übertragungsbericht wurde er 2. Weg gewählt und die steuerlichen Verlustvorträge bis zum Jahr 2007 bei der Ermittlung der Steuerbelastung der Antragsgegnerin zu 1. berücksichtigt. Die Höhe der Ertragssteuer wurde unter Berücksichtigung des Verbrauchs der steuerlichen Verlustvorträge rechnerisch richtig ermittelt (Seite 82 des Gutachtens). Deshalb ist auch der Einwand der Antragsteller zu 4. bis 10. unbegründet, dass der Sachverständige die steuerlichen Verlustvorträge nicht hinterfragt habe. Vielmehr hat der Sachverständige diese sogar rechnerisch und im Einzelnen die Verrechnung Jahr für Jahr dargestellt (S. 83 des Gutachtens).

Der Sachverständige hat für den Zeitraum 2002 bis 2006 eine nominelle Steuerersparnis von 10.164,00 Euro ermittelt. Diese nominelle Steuerersparnis ist jedoch nicht mit dem Wert gleichzusetzen, der den Aktionären zufließt. Vielmehr ist der Barwert der nominellen Steuerersparnis bzw. der zu erwartenden Steuerersparnis entscheidend, der mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen ist (Seite 84 des Gutachtens und OLG München AG 2008, 28, 31). Durch die Thesaurierung der Ergebnisvorteile aus den steuerlichen Verlustvorträgen werden die finanziellen Überschüsse in Unternehmen generiert, die den Ertragswert des Bewertungsobjekts erhöhen und im Rahmen der Verzinsung der liquiden Mittel Berücksichtigung finden (Seite 84 des Gutachtens).

Soweit die Antragsteller zu 4. bis 10. Ausführungen des Sachverständigen dazu, ob es hinsichtlich der Gewerbesteuer Anträge auf Rückerstattung gab oder geben werde, vermissen, hält die Kammer diese Einwendungen im Hinblick auf die geringen Auswirkungen solcher Anträge für die Ertragswertberechnung nach § 287 Abs. 2 ZPO für unbeachtlich.

Ebenso ist es nicht zu beanstanden, dass der Sachverständige im Rahmen seiner Ertragswertberechnung keine Synergievorteile berücksichtigt hat.

In der Bewertungspraxis wird noch zwischen echten Synergieeffekten, die sich aus dem Bewertungsanlass ergeben, und unechten Synergieeffekten, die sich ohne Bewertungsanlass erzielen lassen, unterschieden (Großfeld a.a.O., 63). Da die Antragsgegnerin in 1. so bewertet werden soll, wie sie sich vor dem Bewertungsanlass darstellt (stand alone-Prinzip), gilt es als nicht sachgerecht, Vorteile

aus der Konzernierungsmaßnahme einzubeziehen. Daher sind echte Verbundvorteile nicht zu beachten (Großfeld a.a.O., 64 f.). Allerdings ist die Einordnung von Vorteilen als echte oder unechte Synergieeffekte umstritten, insbesondere die Behandlung so genannter latenter Verbundvorteile (Großfeld a.a.O., 65 f.). Deshalb erscheint es auch im Hinblick auf Tz. 43 IDW S 1 a.F. sachgerechter (so auch im Ergebnis Seite 87 des Gutachtens) darauf abzustellen, ob synergieträchtige Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind.

Insoweit verweisen zwar die Antragsteller zu 4. bis 10. auf eine Vielzahl von Veröffentlichungen und Stellungnahmen in Geschäftsberichten, Presseinformationen, Monats- und Halbjahresberichten, Präsentationen der Jahresergebnisse, Angebotsunterlagen zur freiwilligen Übernahme (Bl. 277 - 281 d. A.) und Analystenberichte (Bl. 287 d. A.), die massive Synergieeffekte deutlich ankündigten.

Aber der Sachverständige hat unter Berücksichtigung dieser Veröffentlichungen und Stellungnahmen (Seite 88 des Gutachtens), in denen vor allem durch cross-selling und deutliche Kosteneinsparungen Synergiepotentiale in Form zusätzlicher Umsätze erwartet wurden, und nach Überprüfung dieser Aussagen festgestellt, dass keine Synergieeffekte in die Detailplanung eingeflossen sind, weil nennenswerte Synergieeffekte aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsausrichtung der Antragsgegnerinnen entgegen den vollmundigen Ankündigungen nicht erwartet wurden. Der Sachverständige hält diese Einschätzung aus nachfolgenden Erwägungen, denen sich die Kammer anschließt, für zutreffend.

Die Geschäftstätigkeiten der Antragsgegnerinnen unterscheiden sich im Geschäftsjahr 2002 signifikant voneinander. So entfiel der überwiegende Umsatz der Antragsgegnerin zu 2. auf die Vermittlung von Zeitarbeitnehmern. Demgegenüber lag der Hauptumsatz der Antragsgegnerin zu 1. im Segment Internet Stellenmärkte. Diese unterschiedlichen Geschäftsziele innerhalb der Personaldienstleistungen bedingen, dass allein durch die Übernahme der Antragsgegnerin zu 1. in den Konzern der Antragsgegnerin zu 2. kein bedeutender wechselseitiger Verkauf von Produkten (cross-selling) erwartet werden konnte. Ebenso wenig konnten sich Kostenvorteile bezogen auf die Ertragslage der Antragsgegnerin zu 1. von herausragender Bedeutung realisieren lassen (Seite 89 des Gutachtens).

Außerdem konnte der Sachverständige weder eine Umsetzung der angekündigten Synergieeffekte noch deren konkrete Planung zum Bewertungsstichtag feststellen (Seite 89 und 90 des Gutachtens). Die Kammer sieht deshalb keine Veranlassung, insoweit weitere mit Kosten verbundene Amtsermittlungen zu betreiben.

Bei der Ermittlung der zu kapitalisierenden Überschüsse in den Jahren 2007 und ab 2008 ist der Sachverständige zutreffender weise von der Vollausschüttungsannahme abgegangen und hat auch insoweit den neuen Standard IDW S 1 angewendet (Seite 93 und 94 des Gutachtens). Demgegenüber wird im Übertragungsbericht die im Standard IDW S 1 a.F. empfohlene Vollausschüttung der errechneten Überschüsse angenommen.

Die Vollausschüttung der Überschüsse war jedoch nur bis zur Geltung des steuerlichen Anrechnungsverfahrens die ökonomisch sinnvollere Vorgehensweise. Mit der Einführung des Halbeinkünfteverfahrens für Gewinnausschüttungen von Kapitalgesellschaften ab 2001 stellt die Vollausschüttung der Gewinne an die Anteilseigner aus ertragssteuerlicher Sicht nicht mehr die vorteilhafteste Entscheidungsvariante dar. In der Geltungsphase des Anrechnungsverfahrens war nämlich die Thesaurierung von Ergebnissen bei Annahme eines typisierten Einkommensteuersatzes von 35 % steuerlich nachteilig. Die Thesaurierungsbelastung von zuletzt 40 % lag oberhalb der Belastung von ausgeschütteten Gewinnen. Der Standard IDW S 1 a.F. forderte deshalb im Grundsatz die Vollausschüttung von Gewinnen.

In der Geltungsphase des Halbeinkünfteverfahrens ist die Belastung von ausgeschütteten und thesaurierten Ergebnissen mit Körperschaftssteuer identisch. Durch die Thesaurierung von Ergebnissen kann aber die Belastung dieser Ergebnisse mit persönlicher Steuer vermieden werden. Nimmt man darüber hinaus an, dass die thesaurierten Beträge durch Aktienrückkäufe ausgeschüttet oder durch Wiederanlage zum Kapitalisierungszins vor allen Steuern kapitalwertneutral reinvestiert werden können, gelingt es, die Aktionäre ohne Belastung mit persönlicher Steuer an den Wertsteigerungen aus diesen thesaurierten Ergebnissen partizipieren zu lassen.

Aufgrund dieser Änderung des Steuersystems ist die bisherige Annahme der Vollausschüttung, zum Beispiel für abzufindende Aktionäre, nachteilig (Dörschell/Franken DB 2005, 2257, 2258).

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

Deshalb stellt auch insoweit die vom Standard IDW S 1 n.F. empfohlene Abkehr von der Vollausschüttungshypothese gegenüber dem Standard IDW S 1 a.F. einen erheblichen Erkenntnisgewinn dar, soweit es um eine Unternehmensbewertung - wie hier - nach Einführung des Halbeinkünfteverfahrens geht. Der Standard IDW S 1 n.F. ist demzufolge, soweit es um die Abkehr von der Vollausschüttungshypothese geht, ebenfalls rückwirkend anzuwenden. Danach ist die im Übertragungsbericht vorgenommene Vollausschüttung der Unternehmensgewinne im Hinblick auf die nachteiligen ökonomischen Folgen einer solchen Vollausschüttung nach Geltung des Halbeinkünfteverfahrens nicht mehr vertretbar.

Vielmehr ist der Empfehlung im Standard IDW S 1 n.F. zu folgen, nämlich in der 1. Phase des Prognosezeitraums die Ausschüttung auf Basis des individuellen Unternehmenskonzepts und unter Berücksichtigung der bisherigen geplanten Ausschüttungspolitik, der Eigenkapitalausstattung und der steuerlichen Rahmenbedingungen zu bemessen. Für die 2. Phase wird grundsätzlich typisierend angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten des Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten des angenommenen Aktienportfolios erfolgt, sofern dem nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur und der rechtlichen Rahmenbedingungen entgegenstehen (Seite 21 des Gutachtens).

Diesen Anforderungen entspricht die Anpassung der Planung durch den Sachverständigen auf Seite 93 und 94 des Gutachtens.

Dabei ging der Sachverständige zutreffender weise von einer Ausschüttungsquote von 50 % (Seite 93 des Gutachtens) aus.

Die thesaurierten Beträge hat der Sachverständige den Aktionären letztlich durch Kurssteigerungen bzw. Aktienrückkäufe und nicht durch eine Wiederanlage der

thesaurierten Beträge zum Kapitalisierungszins vor Unternehmensteuer gut gebracht (Seite 93 des Gutachtens). Auch dies entspricht den vorstehenden Grundsätzen.

Soweit der Sachverständige in den Jahren 2002 bis 2006 wegen des handelsrechtlichen Verlustvortrags keine Ausschüttungen vorgenommen hat, ist auch dies zutreffend. Die insoweit erhobenen Einwendungen der Antragsteller zu 4. bis 10. (Schriftsatz vom 30.07.2007 in Bl. 284-286 d. A.) sind unzutreffend.

Zwar können Jahresfehlbeträge bzw. Verlustvorträge durch Entnahmen aus den Kapitalrücklagen, die bei der Antragsgegnerin zu 1. auch ausgereicht hätten, den handelsrechtlichen Verlustvortrag in Höhe von 32.712.000 zu decken, gemäß § 150 Abs. 3 und 4 AktG ausgeglichen werden. Aber diese Vorschrift zeigt lediglich diese Möglichkeit auf, begründet jedoch keine Pflicht, handelsrechtliche Verlustvorträge mit Kapitalrücklagen zu verrechnen. Vielmehr handelt es sich insoweit („..., so darf der übersteigende Betrag verwandt werden, ... zum Ausgleich eines Verlustvortrags aus dem Vorjahr ...") um eine unternehmerische Entscheidung, die nur bedingt nachprüfbar ist. Wenn eine solche Entscheidung auf zutreffenden Informationen und darauf aufbauend auf realistischen Annahmen beruht, darf sie nicht durch eine andere - lediglich ebenfalls nur vertretbare - Planung des Gerichts ersetzt werden (OLG Stuttgart AG 2007, 596, 597 f.).

Nach den Feststellungen des Sachverständigen wurden die in 1999 bis 2001 erwirtschafteten Verluste nicht nach § 150 Abs. 3 und 4 Nr. 1 und 2 AktG verrechnet, sondern jeweils auf neue Rechnung vorgetragen (Seite 20 des Ergänzungsgutachtens). Dies lässt den vertretbaren Schluss zu, dass auch in der Zukunft die Kapitalrücklagen nicht zur Verrechnung mit dem Verlustvortrag verwendet, sondern dieser mit den zukünftigen Gewinnen - wie in der Planung im Übertragungsbericht geschehen (S. 36) - verrechnet werden sollte. Allein der Umstand, dass es zu einem Squeeze out kam, reicht nicht aus, um deshalb die Planung, den Verlustvortrag nicht durch die Kapitalrücklage auszugleichen, für unvertretbar zu erachten. Dies würde zu einer unzulässigen Berücksichtigung des Bewertungsanlasses führen.

Außerdem hat der Sachverständige festgestellt, dass zum Bewertungsstichtag eine konkrete Beschlussfassung, den Verlustvortrag durch die Kapitalrücklage auszugleichen, nicht geplant war.

Deshalb verbleibt es bei der vertretbaren Annahme, dass die in 2002 bis 2006 erwirtschafteten Gewinne nicht ausschüttungsfähig, sondern mit dem Verlustvortrag zu verrechnen sind.

Daraus folgt der vom Sachverständigen zum 22.08. ermittelte Ertragswert von 87.571.000,00 Euro, den auch die Kammer als angemessen und vertretbar erachtet. Dieser Ertragswert ist um die nicht betriebsnotwendige Beteiligung der Antragsgegnerin zu 1 in Höhe von 13.054.800,00 Euro zu erhöhen.

Insoweit ist die vom Sachverständigen angenommene Ermittlung der Tochterunternehmen (S. 63-72 des Gutachtens) zutreffend. Insbesondere ist es vertretbar, dass der Sachverständige die Beteiligungen der Antragsgegnerin zu 1. als nicht betriebsnotwendiges Vermögen eingestuft hat. Dem entspricht auch die Behandlung der Tochterunternehmen im Übertragungsbericht. Zwar heißt es im Übertragungsbericht, dass keine Vermögensgegenstände als nicht betriebsnotwendiges Vermögen anzusehen seien (Seite 37 des Übertragungsberichts). Aber der Wert der Beteiligungen wird nicht im Rahmen des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt (Seite 37 des Übertragungsberichts), sondern erst im Anschluss daran auf Seite 38.

Soweit der Sachverständige die Tochterunternehmen überwiegend - mit Ausnahme der Tochterunternehmen jobpilot Austria GmbH und jobpilot Italy s.r.l. - mit deren Buchwerten zum 31.12.2001 bewertet hat, hält die Kammer dieses Vorgehen im Rahmen des § 287 Abs. 2 ZPO für vertretbar.

Denn das nicht betriebsnotwendige Vermögen wird zum Stichtag zum Verkehrs- oder Veräußerungswert unter dem Gesichtspunkt einer bestmöglichen Verwertung (OLG Stuttgart AG 2007, 128, 135; Großfeld a.a.O. 170; IDW S 1 2000 Tz. 65) angesetzt. Die Bewertung kann insbesondere auch darin bestehen, dass nicht betriebsnotwendiges Vermögen im Unternehmen zu belassen ist. Dann ist der Barwert der künftigen Überschüsse anzusetzen. Nur wenn eine Veräußerung

mehr bringt, ist der Veräußerungs- oder Liquidationswert maßgeblich (Großfeld a.a.O., 170).

Diesen Anforderungen entspricht die vom Sachverständigen vorgenommene Bewertung. Der Sachverständige hat im Einzelnen untersucht, bei welchem Tochterunternehmen der Ertragswert höher ist als der Liquidationswert (Seite 66 bis 72 des Gutachtens). Insoweit genügte eine Plausibilisierung des Wertansatzes der wesentlichen Tochtergesellschaften (Seite 67 des Gutachtens), zumal der Sachverständige eigene Berechnungen (Seite 69 bis 71 des Gutachtens) anstellte und nicht nur - wie von den Antragstellern zu 4. bis 10. unterstellt - die Zahlen der Antragsgegnerinnen übernommen hat.

Bereits deshalb ist der Vorwurf der Antragsteller zu 4. bis 10., dass der Sachverständige die Wertansätze lediglich plausibilisiert habe, unbegründet. Außerdem dient das Spruchverfahren - wie bereits ausgeführt - nicht dazu, dass die Antragsteller alle Einzelheiten der Berechnung im Übertragungsbericht nachvollziehen können. Vielmehr genügt insbesondere im Hinblick auf § 287 Abs. 2 ZPO eine Plausibilitätskontrolle der Berechnungen im Übertragungsbericht. Dem kam der Sachverständige in seinem Gutachten mehr als nach, indem er sogar eigene Berechnungen anstellte.

Außerdem ist zu berücksichtigen, dass es bei den Tochtergesellschaften nach dem Übertragungsbericht lediglich um einen Wert von insgesamt 12.101.000,00 Euro geht. Im Hinblick auf die Anzahl der Aktien von 13.171.015 wirkt sich deshalb eine Erhöhung des Wertes bezüglich der Tochterunternehmen nur marginal auf die Erhöhung der Barabfindung aus, so dass die vom Sachverständigen getroffenen Feststellungen ausreichen, um im Rahmen des § 287 Abs. 2 ZPO den Wertansatz der Tochterunternehmen einer ausreichenden Überprüfung zu unterziehen.

Danach reichen die Feststellungen des Sachverständigen aus, um lediglich bezüglich der Tochterunternehmen jobpilot Austria GmbH und jobpilot Italy s.r.l. deren Ertragswerte zugrunde zu legen, im Übrigen die handelsrechtlichen Buchwerte, weil diese deutlich über den Ertragswerten der übrigen Tochtergesellschaften liegen und angenommen werden kann, dass die handelsrechtlichen Buchwerte in etwa den Liquidationswerten dieser Tochtergesellschaften entsprechen (Seite 72

des Gutachtens). Diese Annahmen sind insbesondere im Hinblick auf § 287 Abs. 2 ZPO vertretbar.

Soweit es um die Tochtergesellschaft in Intellicruit Ltd. geht, sind auch insoweit die Feststellungen des Sachverständigen nachvollziehbar und vertretbar, dass nach der Planung dauerhafte Verluste erwartet werden, so dass auch diese Gesellschaft mit dem Liquidationswert bzw. dem Buchwert anzusetzen ist. Soweit die Antragsteller zu 4. bis 10. Ausführungen im Gutachten dazu vermissen, wie sich die neue Kundenbeziehung der Intellicruit Ltd. zum geworbenen Mobilfunk-Konzern in der Zukunft auswirke, vermag dieser Einwand die Feststellungen des Sachverständigen nicht in Zweifel zu ziehen. Denn insoweit - künftige Planung - geht es um unternehmerische Entscheidungen, die weder durch den Sachverständigen noch durch die Kammer durch eigene Annahmen ohne weiteres ersetzt werden können. Zumal allein die neue Kundenbeziehung nicht ausreicht, um deswegen Ertragsüberschüsse in der Zukunft annehmen zu können.

Soweit die Antragsgegnerinnen beanstanden, dass der Sachverständige isoliert zwei Tochtergesellschaften mit deren höheren Ertragswerten in Ansatz gebracht habe, ohne die niedrigen Ertrags- und Liquidationswerte bei den übrigen Gesellschaften zu berücksichtigen, die zu einem Verpflichtungsüberhang von 8,5 Mio. Euro geführt hätten (Seite 8 und 9 des Schriftsatzes vom 30.06.2006 in Bl. 224/225 d. A.), ist dieser Einwand unbegründet. Denn der Sachverständige ist in seinem Gutachten (Seite 72) von der vertretbaren Annahme ausgegangen, dass die im Übertragungsbericht zugrunde gelegten handelsrechtlichen Buchwerte den Liquidationswerten der Gesellschaften entsprechen würden. Im Rahmen dieser zutreffenden Betrachtung ist kein Raum für eine zusätzliche Berücksichtigung eines Verpflichtungsüberhangs zwischen Buchwerten und negativem Eigenkapital.

Allerdings ist der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens um die pauschalierte Einkommensteuer in Höhe von 17,5 % zu kürzen. Denn die so genannten latenten Steuern sind auch dann in Abzug zu bringen, wenn das nicht betriebsnotwendige Vermögen nicht veräußert werden sollte. Dies wird mittlerweile überwiegend (OLG München ZIP 2007, 375 und AG 2008, 28, 31; IDW S 1 2000 Tz. 66; Großfeld a.a.O., 172; OLG Düsseldorf NZG 2000, 323, 324) vertreten. Dem schließt sich die Kammer an. Zumal diese Vorgehensweise bei der Betrach-

tung der Steuern der bei den zukünftigen Überschüssen auf der Ebene der Eigentümer entspricht. Danach beläuft sich das nicht betriebsnotwendige Vermögen auf

15.824.000,00 Euro
- 2.769.200,00 Euro (17,5 %)
13.054.800,00 Euro

und der Unternehmenswert auf 100.625.800,00 Euro, was einer angemessenen Barabfindung von 7,64 Euro entspricht.

Demgegenüber sind die liquiden Mittel in Höhe von 13.827.000,00 Euro nicht als nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu behandeln.

Zwar hat der Sachverständige festgestellt (Seite 25 des Ergänzungsgutachtens), dass die Höhe des Bestands der liquiden Mittel und die fehlende Möglichkeit der Antragsgegnerin zu 1. zur Anlage mit einer kapitalmarktorientierten Rendite dem Grunde nach für das Vorliegen nicht betriebsnotwendiger Liquidität sprechen. Trotzdem schließt sich die Kammer der Einschätzung des Sachverständigen an, dass der vorstehend geschätzte Unternehmenswert von 100.625.800,00 Euro die absolute Obergrenze des Unternehmenswerts der Antragsgegnerin zu 1. darstellt und die Hinzurechnung der liquiden Mittel zu einem nicht mehr angemessenen und vertretbaren Unternehmenswert führt.

Dies wird insbesondere durch den Verkauf der Antragsgegnerin vom 23.04.2004 zu einem Kaufpreis von 74,5 Mio. Euro - was bezogen auf den Stichtag 22.08.2002 einem Unternehmenswert von 64,8 Mio. Euro entspricht - und dem vom Sachverständigen ermittelten Börsenkurs zum Stichtag 22.08.2002 von 4,99 Euro (Seite 96 und 97 des Gutachtens) bestätigt.

Zwar sind spätere, nach dem Stichtag liegende Entwicklungen grundsätzlich nicht zu berücksichtigen, soweit sie zum Stichtag nicht in der Wurzel angelegt sind. Aber spätere Ergebnisse oder Entwicklungen stellen ein Indiz dafür dar, was als Potential in der Wurzel vorhanden war (Großfeld a.a.O., 60). Deshalb können spätere Ereignisse zumindest zur Plausibilisierung des Unternehmenswerts herangezogen werden. Danach steht ein geschätzter Unternehmenswert zum Stichtag 22.08.2002 von 100.625.800,00 Euro einem Kaufpreis von 64,8 Mio. Euro bezogen auf den Stichtag nur 1 Jahr und 8 Monate später gegenüber. Dies zeigt, dass

die nach § 287 Abs. 2 ZPO vorgenommene Schätzung in Höhe von 100.625.800,00 Euro sehr ambitioniert zugunsten der Antragstellerinnen ausgefallen ist. Jedenfalls erscheint danach eine Erhöhung des Unternehmenswerts in Höhe der liquiden Mittel nicht mehr vertretbar.

Dies gilt auch im Hinblick auf den vom Sachverständigen ermittelten Börsenkurs zum Stichtag 22.08.2002 von 4,99 Euro (Seite 96 und 97 des Gutachtens). Denn eine weitere Erhöhung des Unternehmenswerts würde zu einer Barabfindung von über 7,64 Euro führen. Damit läge die Barabfindung nach den Ausführungen der Antragsteller zu 4. bis 10. (Bl. 286 d. A.) bei 8,92 Euro (7,64 Euro + 1,28 Euro) und somit um fast 80 % über dem Börsenkurs, der in der Regel den „wahren Unternehmenswert" widerspiegelt. Auch dies erscheint der Kammer nicht mehr vertretbar.

Danach ergibt sich eine Barabfindung in Höhe von 7,64 Euro (100.625.800,00 Euro : 13.171,015 Aktien).

Die Zinsentscheidung beruht auf § 327 d Abs. 2 AktG.

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

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 13 a Abs. 1 FGG. Danach findet eine Kostenerstattung grundsätzlich nicht statt, es sei denn, die Billigkeit gebietet eine andere Entscheidung. Dies ist hier der Fall.

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht ergibt sich aus §§ 327 f Abs. 3 Satz 3, 306 Abs. 7 Satz 5 und 6 AktG a.F. in Verbindung mit § 30 Abs. 1 KostO. Dabei orientiert sich die Kammer mangels anderer Anhaltspunkte an § 15 Abs. 1 Satz 3 SpruchG. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,00 Euro und höchstens 7,5 Mio. Euro (§ 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG). Da sich der Erhöhungsbetrag aller sich im

Streubesitz befindlichen Aktien auf 858.737,88 Euro (2,34 Euro x 366.982 Aktien) beläuft und dieser Betrag über dem Mindestbetrag von 200.000,00 Euro liegt, ist ersterer Wert als Geschäftswert zugrunde zu legen.

Den Geschäftswert für die Antragsteller schätzt die Kammer auf 2,34 Euro (7,64 Euro - 5,30 Euro) je innegehaltene Aktie der Antragsgegnerin zu 1..

Die Vergütung des gemeinsamen Vertreter der außenstehenden Aktionäre ergibt sich aus den §§ 327 f Abs. 2 Satz 3, 306 Abs. 4 Satz 6 und 7 AktG a.F. dem Grunde nach. Hinsichtlich der Höhe wendet die Kammer die in § 6 Abs. 2 SpruchG niedergelegten Grundsätze entsprechend an. Danach steht dem Vertreter der außenstehenden Aktionäre eine Vergütung in entsprechender Anwendung des § 118 BRAGO zu. Der maßgebliche Geschäftswert für die Vergütung ist der für die Gerichtsgebühr maßgeblich Wert. Dieser beläuft sich nach den vorstehenden Ausführungen auf 858.737,88 Euro.

Ausgehend von diesen Grundsätzen stehen dem Vertreter der außenstehenden Aktionäre 30/10 Gebühren aus 858.737,88 Euro zu. Darüber hinaus kann er Auslagen nach §§ 26, 27 und 28 BRAGO verlangen. Dies ergibt unter Berücksichtigung der Mehrwertsteuer von 16 % eine Vergütung in Höhe von 16.000,00 Euro.