

Landgericht Hamburg

Kammer 017 für Handelssachen

Sievekingplatz 1, 20355 Hamburg

Telefon: 040/ 42843- 2703

Telefax: 040/ 42843- 3511

fristwahrendes Telefax:

040/ 42843- 4318/4319

Konto für Vorschusszahlungen:

Justizkasse Hamburg

Dt. Bundesbank BLZ: 200 000 00

Konto: 200 015 01

(Gz. der Sache bitte angeben)

417 O 106/09

B E S C H L U S S

vom 14.3.2011

In der Sache

gegen

beschließt das Landgericht Hamburg, Kammer 017 für Handelssachen,

durch

den Vorsitzenden Richter am Landgericht

und die Handelsrichter : und

1. Die Anträge der Antragsteller auf gerichtliche Bestimmung einer angemessenen Barabfindung nach § 327f AktG werden zurückgewiesen.
2. Die gerichtlichen Kosten und Auslagen sowie die Kosten des Gemeinsamen Vertreters und die außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin hat die Antragsgegnerin zu tragen. Die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller fallen diesen jeweils selbst zur Last.
3. Der Geschäftswert für das Gericht, für den gemeinsamen Vertreter sowie für die außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin wird auf € 200.000.- festgesetzt. Die Geschäftswerte für die Antragsteller betragen jeweils € 5.000.-

Gründe:

Die Parteien streiten über die Angemessenheit einer Barabfindung (§ 327f AktG) nach einer Übertragung von Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär (§ 327b AktG).

A. Die tatsächlichen Grundlagen

Die Antragsteller waren Aktionäre der Fa. Ricardo.de AG (im Folger Fa. Ricardo.de). Die Fa. Ricardo.de ist eine im Handelsregister des / Hamburg (HRB 71228) eingetragene Aktiengesellschaft. Bekanntmachung der Gesellschaft hatten nach § 3 der vor und nach dem 27.5.08 geltende 25f. der Gerichtsakte GA) lediglich im elektronischen Bundesanzeiger. Das Geschäftsjahr beginnt am 1.4. und endet am 31.3. jeden Jahres. Grundkapital betrug am 27.5.08 € 8.323.332.- und war in 8.323.332 lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital v aufgeteilt. Die Aktien waren seit dem 27.5.99 an der Frankfurter Wertpapierbörse notiert (ISIN DE0007020703). Die Fa. Ricardo.de betreibt die Entwicklung, die Vermarktung und den Betrieb von Internetdienstleistungen. Sie ist lediglich eine Zwischenholding innerhalb der (noch zu beschreibenden) -Gruppe und beschäftigt selbst keine Arbeitnehmer. Sie hält allerdings mehrere Beteiligungen; die wichtigste Beteiligung sind 100% der Aktien der Fa. Ricardo.ch AG mit Sitz in Zug/Schweiz, die eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft nach Schweizer Recht ist und eine Online-Auktionsplattform betreibt. Insgesamt sind in der Ricardo-Gruppe etwa 80 Arbeitnehmer beschäftigt.

Die Antragsgegnerin (im Folgenden auch:) ist eine Gesellschaft englischen Rechts mit Sitz in London. Sie wurde 1997 gegründet und ihre Aktien wurden bis zum 7.3.08 an der Londoner Stock Exchange notiert; sie firmierte früher unter bietet Onlinehandels- und Auktionsplattformen und damit im Zusammenhang stehende Internetdienstleistungen an und beschäftigte Ende 2007 etwa 600 Mitarbeiter in 12 europäischen Ländern. Mit Wirkung zum 7.3.08 hat die mit Sitz in Kapstadt/Südafrika über ein niederländisches

Tochterunternehmen im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots nach englischem Recht sämtliche Anteile an der erworben; danach endete die Börsennotierung und wurde die Firma in eine Limited englischen Rechts umgewandelt. Die Firmen und Ricardo.de sind also mittelbare Tochterunternehmen der

Am 27.5.08 hielten die Antragsgegnerin 288.548 Aktien (3,47%) und die eine 100%tige Tochter der , 7.840.292 Aktien (94,19); die übrigen Aktien (2,34%) befanden sich im Streubesitz, u.a. bei den Antragstellern.

Ende 2007 entschloss sich die Antragsgegnerin, die restlichen Aktien an sich zu bringen. Das Gesetz vom 20.12.01 zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen in Kraft (BGBI I, 3822f.), das am 1.1.2002 in Kraft trat, ermöglicht den Ausschluss von Minderheitsaktionären, wenn ein Aktionär mehr als 95% der Aktien auf sich vereinigt (§§ 327a f. AktG, sog. „Squeeze-Out“). Am 18.9.07 und 2.4.08 verlangt sie von der Fa. Ricardo.de die Einleitung eines Ausschlussverfahrens und die Anberaumung einer Hauptversammlung mit diesem Tagesordnungspunkt (Bl. 34f. GA). Am 28.9.07 bestimmte das Landgericht Hamburg auf ihren Antrag die von ihr u.a. vorgeschlagene in als gerichtliche Prüferin (im Folgenden: Abfindungsprüferin) (Landgericht Hamburg, 417 O 164/07, Bl. 172 GA).

Am 11.4.08 legte die Antragsgegnerin einen Bericht über die beantragte Übertragung vor (Bl. 37f. GA), dem eine Bewertung des Unternehmenswertes durch (im Folgenden: Unternehmensprüferin) vom 2.4.08 zugrunde liegt (Bl. 59f. GA). In dem Unternehmensbericht wurde der Unternehmenswert der Fa. Ricardo.de auf € 77.200.000.- angenommen; auf dieser Basis ergebe sich € 9,28 für eine Aktie. Angesichts des Umstandes, dass der durchschnittliche Börsenkurs und den der Ankündigung des Squeeze-Out vorangegangenen drei Monaten höher gelegen habe, erscheine ein Betrag von € 14,10 angemessen (Bericht S. 22, Bl. 56 GA).

Am 7.4.08 legte auch die Abfindungsprüferin ihr Gutachten vor, in welchem sie die vorgeschlagene Abfindung als angemessen attestierte (S. 39, Bl. 175f., 216 GA). Schließlich übernahm am 10.4.08 eine Bankgarantie für die Zahlung der Abfindung in der vorgesehenen Höhe (Bl. 224f. GA).

Auf der Hauptversammlung am 27.5.08, zu der am 16.4.08 im elektronischen Bundesanzeiger geladen worden war (Anlage zu notariellen Protokoll Bl. 225f. GA) fassten die Aktionäre der Fa. Ricardo.de mit 8.128.845 Ja-Stimmen und 1.966 Nein-Stimmen den folgenden Beschluss:

Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der ricardo.de Aktiengesellschaft werden gemäß dem Verfahren zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre (§§ 327a ff. AktG) gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von € 14,10 je auf den Inhaber lautende Stückaktie auf die Hauptaktionärin eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach englischem Recht mit Sitz in London/Vereinigtes Königreich, eingetragen im nationalen Unternehmensregister von England und Wales unter der Nr. 3430894, übertragen.

U.a. gegen diesen Beschluss erhoben mehrere Aktionäre Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen, die in erster Instanz erfolglos waren (LG Hamburg, 420 O 72/08, Bl. 247f. GA). Die Berufung hiergegen haben die Berufungsführer zurückgenommen (OLG Hamburg 11 U 8/09, Bl. 262f., 269f. GA). Ein Antrag der Antragsgegnerin nach § 246a AktG (Feststellung, dass die Klagen der Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister nicht entgegen stehe) dagegen war erfolgreich (LG Hamburg 420 O 24/09, Bl. 272f. GA); die sofortigen Beschwerden wurden zurückgewiesen (OLG Hamburg 11 W 55/09, Bl. 280f. GA).

Am 11.12.09 wurde der Beschluss der Hauptversammlung vom 27.5.08 in das Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg eingetragen (Bl. 244 GA) und dies am 16.12.09 im elektronischen Bundesanzeiger bekannt gemacht (Bl. 246 GA).

Die Anträge der Antragsteller gingen vom 23.12.09. bis 15.3.10 bei diesem Gericht ein (Bl. 1f. GA). Das Gericht verband die Verfahren durch Beschluss vom 30.3.10 bestellte einen gerichtlichen Vertreter für alle nicht am Verfahren beteiligten Minderheitsaktionäre (Bl. 1042f. GA) und machte dies am 9.4.10 im elektronischen Bundesanzeiger bekannt (Bl. 1070 GA).

B. Das Vorbringen der Parteien und ihre Anträge

I. Die Antragsteller sind der Auffassung, ihre Anträge seien zulässig und enthielten sämtlich hinreichende Begründungen.

Die angemessene Abfindung sei aus zahlreichen Gründen höher zu bestimmen. Die zur Berechnung des abgezinsten Barwertes der zukünftigen Erträge herangezogenen Werte (Basiszins, Markrisikoprämie, sog. Beta-Faktor und Wachstumsabschlag) seien sämtlich unrichtig und nur mit dem Ziel angenommen worden, den Unternehmenswert auf den gewünschten Betrag herunter zu rechnen.

Die Antragsteller beantragen deshalb

eine angemessene, höhere Abfindung zu bestimmen.

Einige Antragsteller beantragen ferner,

die Verzinsung der Abfindung nach § 327b II AktG anzuordnen

und einige weitere Antragsteller,

die Verzinsung schon ab der der Hauptversammlung anzuordnen.

II. Der gemeinsame Vertreter hat beantragt

die gerichtliche Festsetzung der angemessenen, höheren Barabfindung gemäß § 327f AktG.

Er hält vor allem den Kapitalisierungszins für erheblich zu hoch und meint, jedenfalls die Annahmen zum sog. Beta-Faktor bedürften der Überprüfung durch ein gerichtliches Gutachten.

III. Die Antragsgegnerin meint, die Anträge seien unzulässig. Sie hält das Bewertungsverfahren und die Bewertungsergebnisse für überzeugend. Der Einholung eines gerichtlichen Gutachtens bedürfe es nicht.

Deshalb beantragt die Antragsgegnerin,

die Anträge zurückzuweisen.

IV. Wegen des übrigen Vortrags der Parteien wird auf die von ihnen eingereichten Schriftsätze nebst Anlagen und auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 1.12.10 Bezug genommen. Außerdem werden Einzelheiten des Vortrags der Parteien noch zu den jeweiligen Einzelpunkten unter C.II. berichtet.

Am 1.12.10 fand eine mündliche Verhandlung statt. in der
der Abfindungsprüferin angehört wurde. der ebenfalls den
Prüfbericht unterzeichnet hat, ist nach der Erstellung des Gutachtens bei der
ausgeschieden und gehört jetzt der

an, die das Gutachten für die
Antragsgegnerin erstellt hat, das dem Unternehmensbericht zugrunde liegt. Er ist
deshalb nicht angehört worden. Wegen des Anhörungsergebnisses wird ebenfalls
auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 1.12.10 verwiesen.

Diesem Beschluss sind drei Tabellen beigelegt. Die erste Tabelle vollzieht die Berechnungen der Antragsgegnerin zum Unternehmenswert nach; die geringfügig anderen Ergebnisse sind ausschließlich Rundungsfehlern und geringfügigen Abweichungen bei der Barwertberechnung geschuldet. Die zweite Tabelle stellt die Ergebnisse der dar. Die dritte Tabelle stellt die –kenntlich gemachten – Korrekturen des Unternehmenswertes durch das Gericht und den sich daraus ergebenden höheren Unternehmenswert dar.

C. Die Begründung der gerichtlichen Entscheidung in der Hauptsache

I. Zulässigkeit

1. Die Anträge der Antragsteller sind nach dem am 1.9.03 in Kraft getretenen SpruchG zu prüfen (§ 17 II SpruchG). Außerdem sind die am 1.9.09 eingetretenen Änderungen des FGG und des SpruchG nach dem FamFG zu berücksichtigen (Art. 111 FGG-RG, BGBl. 2008 I, 2586, 2743).

2. Ein Antrag nach § 327f AktG ist zulässig, wenn zuvor eine Übertragung der Aktien nach § 327a AktG (im Folgenden auch: Squeeze-Out) wirksam stattgefunden hat.

Die Aktien sind durch Beschluss vom 27.5.08 auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin übertragen worden. Die Antragsgegnerin war im Besitz von über 95% der Aktien (§ 327a I AktG), hat die Übertragung der Aktien verlangt, diese ist mit der erforderlichen Mehrheit der Hauptversammlung am 27.5.08 beschlossen worden und der Beschluss hat am 15.12.09 durch Eintragung in das Handelsregister Wirksamkeit erlangt (§ 327e III AktG).

Verfassungsrechtliche Bedenken bestehen weder gegen das Verfahren nach den §§ 327a ff. AktG insgesamt noch hinsichtlich der nicht bestehenden Absicherung der sich im Spruchverfahren höher ergebenden Abfindung (BVerfG, NJW 2007, 3268 = BB 2007, 1515 = WM 2007, 1329). Einer sachlichen Rechtfertigung bedarf die Übertragung nicht (BGH DStR 2009, 862).

3. Antragsberechtigt sind nach § 3 Nr. 2 SpruchG alle ausgeschiedenen Aktionäre.

Dass sie Aktionäre der Fa. Ricardo.de waren, haben alle Antragsteller durch Vorlage von Bankbescheinigungen nachgewiesen. Soweit einige Antragsteller die Urkunden erst nach Ablauf der Frist eingereicht haben, steht das ihrer Berechtigung nicht entgegen (BGH, NJW-RR 2008, 1355; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 197; OLG Düsseldorf, ZIP 2005, 1369; OLG Frankfurt/Main, AG 2006, 290 für Namensaktien).

4. Die Anträge sind auch rechtzeitig eingegangen. Die Antragsfrist beträgt nach § 4 I Ziffer 3 SpruchG drei Monate der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister nach § 10 HGB. Alle Anträge sind jedenfalls als Fax alle bis zum 15.3.10 bei Gericht eingegangen.

5. Die Anträge enthalten auch die nach § 4 II 4 SpruchG verlangten konkreten Einwendungen gegen den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert.

6. Das Landgericht Hamburg ist für die Entscheidung zuständig. In Hamburg befindet sich der Sitz der Fa. Ricardo.de, der nach § 2 I 1 SpruchG für die Zuständigkeit maßgebend ist.

Bei dem Landgericht Hamburg sind auch Kammern für Handelssachen gebildet (§ 2 II SpruchG) und diese Sache fällt in die geschäftsplanmäßige Zuständigkeit der entscheidenden Kammer.

II. Begründetheit

Die Barabfindung muss nach § 327b I 1 AktG „die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen“. Gemeint ist damit eine volle Entschädigung; der Aktionär soll wie bei der Abfindung bei Abschluss eines Unternehmensvertrages (§§ 305f. AktG) einen vollen Ausgleich für

den Vermögensverlust erhalten, der ihm durch den zwangsweisen Verkauf seiner Aktien entsteht (BVerfG NJW 1962, 1667; BVerfG NJW 1999, 3769, 3770; BGH NJW 2001, 2080, 2081; BGH NJW 2003, 3272, 3273). Der Vermögensverlust besteht darin, dass die zwangsweise verkaufte Aktie nicht zukünftig (zu einem erhofften höheren Preis) verkauft werden kann und dass der Aktionär auf die Aktie zukünftig keine Dividenden mehr erhält.

1. Der Börsenkurs

Nach der Rechtsprechung des BVerfG (NJW 2007, 3265 = NZG 2007, 631, NJW 1999, 3769 = ZIP 1999, 1436, 1441; ZIP 1999, 1804ff) und des BGH NZG 2003, 280 = AG 2003, 273, NJW 2001, 2080, 2081 = ZIP 2001, 734, 736) ist davon auszugehen, dass die unterste Grenze der Abfindung stets der Verkehrswert ist, der bei börsennotierten Aktien regelmäßig durch den Börsenkurs repräsentiert wird; der Aktionär soll nicht weniger erhalten, als er bei einer freien De - Investitionsentscheidung erhalten hätte.

Die Aktien der Fa. Ricardo.de wurden an der Börse in Frankfurt gehandelt. Der Börsenkurs schwankte in dem Jahr vor der Hauptversammlung (28.5.07 bis 27.5.08) zwischen € 12,50 und € 14,50 und am Tag der Hauptversammlung selbst betrug er € 14,01 (Aufstellung der Antragsgegnerin Ag 14, Bl. 291f GA). In der Zeit von drei Monaten vor der Hauptversammlung betrug er durchschnittlich € 14,02 (Bestätigung der BaFin vom 29.4.10, Ag 5, Bl. 1294f. GA). Die Antragsgegnerin hat erstmals am 18.9.07 durch eine ad-hoc-Mitteilung die Absicht kundgetan, die Minderheitsaktien zu übernehmen (Ag 1, Bl. 1290 GA). Der Börsenkurs in den drei Monaten vor diesem Datum war. durchschnittlich € 14,10 (Mitteilung der BaFin vom 19.2.08, Ag 2, Bl. 1291).

a. Auf welchen Börsenkurs abzustellen ist, ist im Einzelnen streitig. Einige Antragsteller meinen, es müsse auf den Börsenkurs am Tag der Hauptversammlung abgestellt werden. Andere halten den Durchschnittskurs aus einem Dreimonatszeitraum vor der Hauptversammlung für zutreffend.

b. Der gemeinsame Vertreter hat sich insoweit dem Vortrag der Antragsteller angeschlossen.

c. Demgegenüber vertritt die Antragsgegnerin die Ansicht, es dürfe nicht auf einen einzigen Tag abgestellt werden, weil Börsenkurse von zufälligen Einflüssen abhängen; vielmehr sei auf einen Referenzzeitraum und den hierin ermittelten Durchschnitt abzustellen. Dabei müsse auf einen von der beabsichtigten Aktienübertragung unabhängigen Referenzzeitraum abgestellt werden, weil der Kurs nach Bekanntwerden einer Übertragungsabsicht nicht mehr allein von einer Markteinschätzung, sondern vornehmlich von der Erwartung der Marktteilnehmer über die Höhe der Abfindung bestimmt werde. Außerdem sei die Lösung des BGH nicht praktikabel, weil der Börsenkurs zum Zeitpunkt der Hauptversammlung erst an diesem Tage feststehe, also unmöglich Grundlage des Abfindungsvorschlags und der Prüfung sein könne. Deshalb erscheine allein das Abstellen auf einen Zeitraum

von 3 Monaten vor Bekanntgabe des geplanten Ausschlusses sachgerecht, wie es auch in ähnlichem Zusammenhang § 5 I WpÜGAngebVO vorsehe.

d. Die Kammer ist der Auffassung, dass jedenfalls auf einen Referenzzeitraum abzustellen ist. Der Börsenkurs eines einzigen Tages ist in so hohem Maß von Zufälligkeiten beeinflusst, dass hiervon die Höhe der Abfindung ganzer Aktionärsgruppen nicht abhängen darf. Vielmehr erscheint die Annahme eines Referenzzeitraumes von 3 Monaten sachgerecht. Die Rechtsprechung hierzu ist uneinheitlich. Das BVerfG hat jüngst erneut entschieden, dass diese Festlegung den Instanzgerichten obliege (BVerfG, ZIP 2007, 175, 177). Verschiedene Oberlandesgerichte (u.a. OLG Hamburg, NZG 2003, 89, 90.; OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 590; OLG Karlsruhe, AG 2005, 45, 47; OLG München, ZIP 2006, 1722, 1723) stellen auf einen Zeitraum von 3 Monaten vor dem Beschluss der Hauptversammlung ab, andere Oberlandesgerichte ziehen die 3 Monate vor der Bekanntgabe des Squeeze-Out-Vorhabens heran (OLG Stuttgart, NZG 2007, 302; KG, NZG 2007, 71). Der BGH hat sich am 28.7.10 unter Aufgabe seiner bisherigen Rechtsprechung (NJW 2001, 2080, 2081 = ZIP 2001, 736) der Auffassung des OLG Stuttgart angeschlossen (NJW 2010, 2657 - Stollwerck -).

Die Kammer ist nicht genötigt, diese Frage zu entscheiden. Der höchste in Betracht kommende durchschnittliche Kurs ist € 14,10, und nach ihm ist die Abfindung berechnet worden. Der Börsenkurs rechtfertigt die von den Antragstellern begehrte Erhöhung der Abfindung deshalb nicht.

2. Der Liquidationswert

Der **Liquidationswert** des Unternehmens ist der Wert, der nach seiner gedachten Liquidation, also nach Veräußerung seines gesamten Vermögens und Begleichung aller Verbindlichkeiten als Barvermögen verbliebe (zu Einzelheiten vgl. Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn.1097). Streitig ist, ob der Liquidationswert eine weitere Untergrenze des Unternehmenswertes bzw. des Anteils hieran ist, der durch die einzelne Aktie repräsentiert wird. Die herrschende Ansicht steht hierzu auf dem Standpunkt, dass es in allen Fällen, in denen der Unternehmer das Unternehmen fortführen wolle, der Liquidationswert als Untergrenze der Abfindung dann ausscheide, wenn die Unternehmensfortführung wirtschaftlich vertretbar und der Unternehmer nicht zur Liquidation verpflichtet sei (BGH NJW 1982, 2497; MüKoAktG-Bilda, § 305 Rdn. 82, OLG Düsseldorf, AG 2004, 325, 327; Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 1100f.).

Diese Ansicht erscheint verfassungsrechtlich durchaus bedenklich und die Kammer neigt dazu, ihr nicht zu folgen. Eine Entscheidung ist aber hierzu nicht veranlasst. Die Zahlungsansprüche der Aktionäre sind bei der gewährten Abfindung erheblich höher als die Ergebnisse einer Liquidation.

Die durch den Beschluss der Hauptversammlung gewährte Abfindung von € 14,10 entspricht einem Unternehmenswert von € 117.359.000.-. Dass durch eine Liquidation des gesamten Unternehmens ein höherer Betrag erzielt werden könnte, liegt fern und hat auch keiner der Antragsteller substantiiert behauptet. Nach den

Erläuterungen der Abfindungsprüfer in ihrem Prüfungsbericht vom 7.4.08 (Anlage AG 6, S. 34 Bl. 212 GA) wären bei einer Liquidationsbilanz per 31.3.08 – und die Werte waren am 27.5.08 nicht wesentlich anders zu bewerten – immaterielle Vermögensgegenstände (Marke) von ca. € 21.800.000.- zu berücksichtigen, die durch negativer Werte vor allem bei den Forderungen und diversen Verbindlichkeiten etc. von zusammen € 21.200.000.- nahezu aufgezehrt worden wären. Auch eine Zerschlagung des Unternehmens, also ein Verkauf größerer Teile, hätte nur zu einem Überschuss von maximal € 10.240.000.- geführt. Diese überzeugenden Ausführungen führen dazu, dass der Wert der Fa. Ricardo.de nicht anhand des Liquidationswertes berechnet werden kann.

3. Die Bewertung der Fa. Ricardo.de nach den tatsächlichen Erwerbsvorgängen

Einige der Antragsteller verlangen, dass die Höhe der Abfindung auch an den Kaufpreisen zu messen sei, die die Antragsgegnerin bei ihren tatsächlichen Erwerbsvorgängen gezahlt habe. In der Tat können Erwerbs- und Verkaufsvorgänge in zeitlichem Zusammenhang mit dem Squeeze-Out gewichtige Indizien für die Angemessenheit der Abfindung bieten, was die Antragsgegnerin völlig zu Unrecht leugnet (vgl. etwa die Entscheidung der Kammer zu 417 O 92/08 – -). Allerdings haben die Antragsteller hierzu keinerlei Informationen mitgeteilt, um welche Erwerbsvorgänge zu welcher Zeit es sich gehandelt habe. Soweit sie auf den Preis bei Börseneinführung des Unternehmens (angeblich € 233.000.000.- am 21.7.99) abstellen, war dieser Preis völlig unrealistisch und nur der damals herrschenden Stimmung geschuldet, was ja 2001 auch in einer massiven Abwertung aller Internetfirmen mündete. Die Antragsgegnerin ist zu Angaben darüber, wann sie wie viele Aktien zu welchem Preis von wem erworben hat, nicht verpflichtet. Die Kammer geht diesem Argument deshalb nicht nach.

4. Die Bewertung der Fa. Ricardo.de nach ihren zukünftigen Erträgen

a. Die Bewertungsmethode

Unter den insgesamt zur Verfügung stehenden Methoden zur Bestimmung des Unternehmenswerts (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Auflage 2009, 61, Rn. 186f.; Hüffer, AktG, 8. Auflage 2008, § 305 Rn. 20) ist die Ertragswertmethode die am häufigsten verwendete Methode; ihre Anwendung ist von der Rechtsprechung gebilligt worden (BVerfGE 100, 289, 307 = NJW 1999, 3769 ff – Altana -; BGH DB 2001, 969ff.; weitere Nachweise bei Hüffer, AktG, 8. Auflage 2008, § 305 Rdn. 20). Ihr folgt deshalb das Gericht.

Auf die Kritik der Antragsteller zu den Methoden der Berechnung des Ertragswertes ist noch später einzugehen.

b. Die Durchführung der Bewertung

Bei der Bewertung der Fa. Ricardo.de stützt sich das Gericht u.a. auf die schriftlichen Darlegungen der Antragsgegnerin in ihrem Bericht vom 11.4.08 (Bl. 37f. GA), der maßgeblich auf einem für das Unternehmen angefertigten Gutachten der ~~fa. Ricardo.de~~ (Bl. 59f. GA), auf das Prüfungsgutachten der ~~fa. Ricardo.de~~ (Bl. 175f., 216 GA) sowie auf das Ergebnis der mündlichen Verhandlung vom 1.12.10. insbesondere auf die mündlichen Ausführungen des sachverständigen Prüfers

aa. Einige Antragsteller meinen, das Gutachten der ~~fa. Ricardo.de~~ könne schon deshalb nicht zur Bewertung herangezogen werden, weil es fast gleichzeitig mit dem Bericht der Antragsgegnerin fertig geworden sei und deshalb aufgrund einer parallelen Prüfung erstellt worden sein müsse. Von einer unabhängigen Prüfung könne daher nicht die Rede sein. Deshalb sei das gesamte Gutachten nicht verwertbar und es müsse eine völlig neue gerichtliche Bewertung durch ein neues Gutachten stattfinden.

Das hat keinen Erfolg. Die Frage der Zulässigkeit der Parallelprüfung ist streitig (bejahend BGH DStR 2009, 862f.; BGH ZIP 2006, 2080, 2082; OLG Stuttgart, NZG 2004, 140, 148; LG Bonn, Der Konzern 2004, 491, 494, OLG Hamburg, NZG 2005, 60, 67; Land/Hennings, AG 2005, 380, 383; dagegen Puskajler, ZIP 2003, 518, 521; LG Berlin, ZIP 2003, 1352, 1355) Das Gesetz verhält sich nicht zu den Modalitäten der Prüfung durch den gerichtlich ernannten Prüfer. Es verbietet insbesondere dem Unternehmen nicht, eine einmal vorgeschlagene Abfindungshöhe nach Vorliegen des Prüfungsergebnisses des gerichtlich bestellten Prüfers zu verändern und einen erneuten Vorschlag zu unterbreiten. Auch eine vom Unternehmen eingeschaltete eigene Prüferin darf ihr Prüfungsergebnis selbstverständlich am Ergebnis des gerichtlich bestellten Prüfers ausrichten. Und schließlich ist der gerichtlich bestellte Prüfer von Gesetzes wegen gehalten, alle ihm vom Unternehmen zur Verfügung gestellten Unterlagen und damit auch aktuelle Auswertungen wie Planungen und Bewertungen zur Kenntnis zu nehmen und für das Gericht auszuwerten. Die parallele Prüfung ist nichts anderes als das praktische Ergebnis dieser Abhängigkeiten und ist deshalb nicht untersagt (zuletzt OLG Hamburg, Beschluss vom 30.3.10, 13 W 8/09 zu Landgericht Hamburg 417 O 124/05 -).

Sowohl das Gericht in dem Beschluss über die Bestellung der ~~fa. Ricardo.de~~ (28.9.07, Bl. 172f. GA) geäußert hatte, es solle möglichst eine separate Prüfung stattfinden, jedenfalls aber der Ablauf und der Hergang der Prüfung unter Einschluss der gegenseitigen Beratungen erläutert werden, ist dem durch die Erläuterungen des Prüfers ~~fa. Ricardo.de~~ in der mündlichen Verhandlung Rechnung getragen worden. Die Kammer hat den Eindruck, dass auch unter Berücksichtigung des oben geschilderten zulässigen Austausches eine letztlich unabhängige Prüfung stattgefunden hat.

bb. Die Antragsteller meinen weiter, das Gutachten der ~~fa. Ricardo.de~~ sei in allem unergiebig, lasse keine eigene Prüfungsleistung erkennen und erschöpfe sich in der Dorthätigung der Ergebnisse des Berichts bzw. der Begutachtung durch

Der notwendige Inhalt des Gutachtens ist in § 327c II 4 AktG mit Verweis auf § 293e AktG genau beschrieben. Danach ist die Methode der Begutachtung anzugeben und

ihre Anwendung zu begründen und eine Prüfung vorzunehmen; dagegen wird weder der Prüfungsumfang noch die Prüfungstiefe oder der notwendige Umfang der Darstellung festgelegt. Über die angewendeten Methoden und die Gründe hierfür verhält sich das Gutachten der umfangreich; dass hierbei ersichtlich gelegentlich Textbausteine verwendet worden sind, trägt dem Inhalt keinen Abbruch, weil die Darlegungen in vielen Fällen gleich zu behandeln sind.

Dass eine ernsthafte und umfassende Prüfung wirklich stattgefunden hat, ergibt sich aus vielen Bemerkungen in dem Gutachten und ist durch die detaillierten Angaben deutlich geworden, die der Wirtschaftsprüfer in der mündlichen Verhandlung vom 1.12.10 erläuternd hinzuzufügen in der Lage war.

Das Gericht hat sich nach dem Ergebnis der mündlichen Verhandlung vom 1.12.10 entschlossen, auf die Einholung eines gerichtlichen Gutachtens zu verzichten. Hinsichtlich der Planungen des Unternehmens haben sich bereits in der Verhandlung genügende Anhaltspunkte für eine Überzeugungsbildung des Gerichts ergeben. Dass ein Gutachten insoweit tiefere und besser begründete Ergebnisse zutage fördern könnte, erscheint dem Gericht nicht naheliegend; vielmehr dürfte sich auch die Einschätzung des Gutachters auf dieselben, in allen Punkten wenig verlässlichen Prognosen der zukünftigen Markt- und Unternehmensentwicklung stützen müssen wie die der und sowie des Gerichts. Hinsichtlich der Annahmen für die Diskontierungszinssätze liegen in Literatur und Rechtsprechung zahllose Untersuchungen und Stellungnahmen vor und das Gericht hält es für überflüssig, ihnen noch eine – bei der nötigen Ermittlungstiefe immens teure – Begutachtung hinzu zu fügen.

Dieses Vorgehen steht auch im Einklang mit den Ausführungen des BVerfG in dem jüngsten Beschluss vom 30.5.07 (DB 2007, 1577). Zwar heißt es hierin zur Begründung der Verfassungsmäßigkeit der §§ 327a ff. AktG, die Rechte der außenstehenden Aktionäre würden durch den Umstand gewahrt, dass die Höhe der Abfindung nicht vom Hauptaktionär, sondern von einem unabhängigen und vom Gericht bestellten Gutachter ermittelt werde und der Gesetzgeber habe damit weitgehend dafür Sorge getragen, dass bereits frühzeitig eine objektive Feststellung des Wertes der Beteiligung an der Gesellschaft erfolge. Dies kann aber, da das Gesetz eben kein zwingendes gerichtliches Gutachten vorsieht, nur bedeuten, dass die Bestellung eines sachverständigen Prüfers, dessen Prüfung nach den oben genannten Kriterien und dessen Anhörung im Termin grundsätzlich ausreicht, die Interessen der außenstehenden Aktionäre zu wahren.

c. Die Berechnung des Wertes des Geschäfts der Fa. Ricardo.de

aa. Die Grundsätze der Unternehmensplanung

Die zukünftigen Erträge müssen auf der Basis der Zahlen der Vergangenheit für die Zukunft geschätzt werden.

Hierfür ist zunächst die Ermittlung der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse nötig. Die gefundenen Zahlen sind zu bereinigen um Einflüsse, die sich nur

einzigartig ereignet haben und voraussichtlich nicht wiederkehren werden (Naturkatastrophen, steuerliche Änderungen, große Anschaffungen bzw. Verkäufe u.ä.), um verzerrende Wirkungen früherer Bindungen des Unternehmens (nichtäquivalente Verrechnungspreise im Konzern, Nutzung unternehmensfremden Eigentums zu nicht marktgerechten Preisen etc.) und um sonstige, nicht repräsentative Einflüsse. Außerdem ist zu prüfen, ob die Vergangenheitsperioden untereinander zu gewichten sind (zu vielem Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Auflage 2009, S. 93f., Rn. 310f.).

Als dann sind die Erkenntnisse aus der Vergangenheit für eine Planung der Zukunft nutzbar zu machen. Hierbei hat sich durchgesetzt, die Zukunft in zwei Phasen einzuteilen. Die erste („nähere“) Phase, in der aufgrund einer noch genauer planbaren Unternehmensführung die Erlöse, Ausgaben, Investitionen, Finanzaufwendungen, steuerliche Entwicklungen und letztlich die Ausschüttungen vorausgesehen werden, wird im Allgemeinen 3 bis 5 Jahre lang sein, kann aber auch in begründeten Ausnahmefällen kürzer ausfallen. Anknüpfungspunkt werden in aller Regel die vorhandenen Planungen des Unternehmens selbst sein, denen eine gewisse Beurteilungspräferenz gebührt und die nur um allzu unplausible Annahmen zu bereinigen sind (Großfeld, Unternehmensbewertung, 2009, Rn. 358, 330). Die zweite („fernere“) Phase legt eine unbegrenzte Unternehmensdauer zugrunde und ermittelt den wahrscheinlichen zukünftigen Durchschnittszustand des Unternehmens und seine vermutlichen durchschnittlichen laufenden Erträge (sogenannte „Ewige Rente“). Hierbei ist dann nicht mehr auf Boom- und Rezessionsphasen, auf das konjunkturelle Auf und Ab sowie auf aktuelle Markttendenzen abzustellen, sondern es wird ein plausibler Gleichgewichts- und Beharrungszustand zugrunde gelegt (Großfeld, Unternehmensbewertung, Rn. 360f.).

Die Kammer folgt insoweit im Wesentlichen den Grundsätzen, die das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) seit vielen Jahren anwendet. Hierbei handelt es sich um einen Verein, in welchem fast alle deutschen Wirtschaftsprüfer (z.Zt. etwa 87%) organisiert sind und über seinen „Arbeitskreis Unternehmensbewertung“ (AKU) Empfehlungen für die Unternehmensbewertung vorstellt, an die sich die sehr überwiegende Mehrzahl der in Deutschland tätigen Wirtschaftsprüfer halten. Diese Empfehlungen werden jeweils an die neueren Erkenntnisse der Wirtschaftswissenschaften und die Veränderungen der Steuergesetzgebung angepasst. Nach den „Grundsätzen zur Durchführung der Unternehmensbewertungen“ von 1983 („HFA 2/83“) (WPg 1983, 468f.) wurde nach Einführung des steuerlichen Halbeinkünfteverfahrens der Standard „IDW S1 2000“ vom 6.7.00 veröffentlicht (WPg 2000, 825f.) und nach Überarbeitung der Ausschüttungsannahmen und der Kapitalisierungsgrundlagen der Standard „IDW S1 2005“ am 1.1.2005 herausgegeben (FN-IDW 2005, 690) sowie zur Berücksichtigung der Unternehmenssteuerreform der Standard „IDW S1 2007“ am 5.9.07. Zurzeit ist der Standard „IDW S1 2008“ vom 2.4.2008 gültig (WPg 2008 Supplement 3/08 = FN-IDW 2008, 271f.), der die Auswirkungen der neuen Abgeltungssteuer berücksichtigt.

Einige Kritiker wenden sich gegen die Übernahme dieser Grundsätze in jedwede gerichtliche Praxis mit der Begründung, der Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW werde von wenigen großen Wirtschaftsprüfungsunternehmen dominiert und allein von deren, oftmals mit den von Großaktionären deckungsgleichen Interessen dominiert (vgl. etwa Fischer-Winkelmann, BFuP 58 (2006), 158f.). Dieser Kritik folgt die Kammer aus zwei wesentlichen Gründen nicht.

Zum Ersten tragen die vorgestellten „Grundsätze der Unternehmensbewertung“ in jeder Fassung dem berechtigten Bedürfnis des Marktes Rechnung, Unternehmen nach einheitlichen Kriterien, einheitlichen Argumentationsmustern und einheitlichen Vergleichsmaßstäben zu beurteilen, um Verkäufe, Beteiligungen und Kapitalmaßnahmen intersubjektiv nachvollziehbar und kontrollierbar zu gestalten. Unternehmensbewertungen werden in Deutschland vornehmlich von Wirtschaftsprüfern vorgenommen und insofern trägt nach der Überzeugung der Kammer deren hoher Grad der Organisiertheit im IDW und dessen faktischer Druck zur Anwendung der Standards tatsächlich dazu bei, dass Unternehmensbewertungen in Deutschland einheitlich vorgenommen werden. Es spielt in Wahrheit keine entscheidende Rolle, ob die vom IDW herausgegebenen Standards in jedem Punkt zutreffen und tendenziell eher niedrige oder hohe Unternehmenswerte generieren. Entscheidend ist lediglich, ob die Standards flächendeckend angewendet werden und deshalb die tatsächlichen Verkaufspreise für Unternehmen und Äquivalenzen für Unternehmensbeteiligungen maßgebend bestimmen. Davon geht allerdings die Kammer aus.

Zum Zweiten aber stellen die Standards des IDW nach Auffassung der Kammer in der Tat ein in vielen Punkten überzeugendes Konzept für die schrittweise und umsichtige Erarbeitung eines Unternehmenswertes dar. Sie gewährleisten in zahlreichen Punkten Abgleiche und die Herstellung von Plausibilitäten, zwingen zu einer rationalen Abarbeitung aller wichtigen Parameter und gewährleisten damit die Prüfbarkeit der Annahmen.

bb. Der Wert der Marke „Ricardo.de“

Zu Unrecht monieren einige der Antragsteller, die Ertragswertmethode berücksichtige nicht den Wert der Marke Ricardo. Die Ertragswertberechnung fußt auf der Unterstellung, dass die Marke dem Unternehmen auf unbegrenzte Zeit zur Vergütung steht und genutzt wird; nur so lassen sich die angenommenen Werte generieren. Eine Veräußerung nur des Namens würde alsbald am Markt bekannt und jeder Erwerber würde sich den Ruf, der den Wert der Marke erst ausmacht, in großen Teilen wieder selbst erarbeiten müssen. Dass das Unternehmen allein aus dem fiktiven Verkauf der Marke an einen Dritten einen Erlös erhalten könnte, der den Ertragswert übersteigt, liegt daher völlig fern.

cc. Die konkreten Planungen für die Fa. Ricardo.de

Den Bewertungen der Firmen und liegen die Planungen der Fa. ricardo.de selbst für die Jahre 2008/2009 bis 2010/2011 sowie für einen Fortschreibungszeitraum bis 2015/2016 zugrunde (Prüfungsbericht S. 14, Bl. 191 GA). Für die zweite Phase ab 2017 sind im Prinzip die geplanten Geschäftsergebnisse des Jahres 2015/2016 jeweils mit einer Steigerungsrate von 2% (entsprechend dem unten angenommenen Wachstumsabschlag) fortgeschrieben worden.

Gegen einen Teil der einzelnen Planungsansätze wenden sich die Antragsteller. Diese Angriffe sollen im Folgenden dargestellt und erörtert werden. Soweit keine Einwendungen erhoben wurden, bedarf es keiner Begründung und geht die Kammer – unter Berücksichtigung der mündlichen Darlegungen der sachverständigen Prüfer – von der Richtigkeit der Ansätze aus.

In Bezug auf die im Folgenden genannten Zahlen und Berechnungen wird auf die diesen Beschlüssen beigefügten Tabellen verwiesen.

III. Die zugrunde gelegten Wechselkurse

Einige der Antragsteller monieren, dass bei der Bewertung nicht die aktuellen Wechselkurse (SFR) zugrunde gelegt worden seien, sondern bis 2012 fiktiv zukünftige Wechselkurse und danach deren Fortschreibung. Dem geht das Gericht nicht nach, weil die Berücksichtigung der am Stichtag 27.5.08 geltenden Wechselkurse einen noch niedrigeren Ertragswert zur Folge gehabt hätte, wie die Antragsgegnerin in ihrer Antragserwiderung (S. 35 = Bl. 1197 GA) nachgewiesen hat.

bbb. Umsatzerlöse

Die Planung der Fa. Ricardo.de sieht vor, dass die Umsatzerlöse, die 2005 noch € 8.100.000.- betrugen (für die Tochterfirma Ricardo.ch, die den fast ausschließlichen Umsatz generierte), auf € 79.000.000.- im Jahr 2016 gesteigert werden können, wobei das Wachstum zunächst erheblich (ca. 37% p.a.), später nur noch moderat (ca. 6% p.a.) ausfallen soll (vgl. die anl. Tabelle 1, Antragserwiderung S. 40 = Bl. 1202 GA). Dies ist angesichts des Marktumfeldes ein sehr ambitioniertes Ziel, wie die Abfindungsprüferin völlig zu Recht darstellt.

Einige Antragsteller monieren, dass diese Erlösausweitung bei weitem nicht die wirklichen Chancen des Unternehmens ausdrücke. Die sich aus dem Unternehmensverbund mit der Antragsgegnerin sowie deren Mutter nicht hinreichend berücksichtigt worden seien

Das Gericht folgt in diesem Punkt uneingeschränkt der Auffassung der Antragsgegnerin. Der sachverständige Prüfer hat in der Verhandlung vom 1.12.10 dargestellt, dass es sich hierbei um eine so ambitionierte Planung gehandelt habe, dass sie nur mit gutem Willen als realistisch anzusehen gewesen sei.

Vorteile aus Synergien, die erst durch das Squeeze-Out möglich werden, sind nicht zugunsten der ausgeschiedenen Aktionäre zu berücksichtigen. (Sog. Stand-Alone-Prinzip, vgl. OLG Düsseldorf, DB 2004, 1032f.; Großfeld, Unternehmensbewertung, 5. Auflage 2009, S. 80). Vorteile aus bereits vorher bestehenden Geschäftsverbindungen (sog. unechte Synergien) sind zurückzuführen, wenn sie bereits geplant oder jedenfalls greifbar vorhersehbar sind. Das ist im Verhältnis zur Antragsgegnerin geschehen, zur noch nicht, weil die

Geschäftsverbindung (Übernahme) erst praktisch zeitgleich mit dem Squeeze-Out zustande kam, wie die Antragsgegnerin überzeugend dargelegt hat.

ccc. Umsatzkosten und Margen

In den Jahren 2008 bis 2016 sollen nach den Planungen der Fa. Ricardo.de zunächst 4%, später bis zu 11% der Umsätze als Überschüsse verbleiben (vgl. Tabelle 1). Einige der Antragsteller halten noch höhere Margen für möglich.

Auch die Kammer hält die gewählten Ansätze für ambitioniert und überzeugend, so dass eine Erhöhung nicht veranlasst ist.

ddd. Personalkosten

Bei den Personalkosten beklagten einige Antragsteller, dass hier offenbar Kosten nicht transparent den jeweiligen Verursachern (verbundene Unternehmen) zugerechnet würden und überdies mit zu hohen Kosten gerechnet werde.

Dem folgt das Gericht nicht. Die Antragsgegnerin hat in ihrer Antragserwiderung (S. 36f, = Bl. 1198 GA) im Einzelnen dargestellt dass die Ausweitung des Personalbudgets hinter der Umsatzausweitung deutlich zurück bleibt und dieses qualifiziertere Personal zur Aufgabenerfüllung nötig sein wird. Richtig ist, zwar, dass für die Übernahme von Arbeiten durch verbundene Unternehmen und für sie Verrechnungen stattzufinden haben. Hierzu hat aber der sachverständige Prüfer im Einzelnen dargestellt, dass hierbei Preise geplant wurden, die einem Drittvergleich standhalten; es sei wie in der Vergangenheit vom einem vollen Ansatz der eigenen entstandenen Kosten ausgegangen worden. Die Überwälzung von 70% der Kosten auf die anderen Unternehmen im Konzern sei angesichts der jeweils erzielten unterschiedlichen Umsätze plausibel. Dem folgt die Kammer.

eee. Sonstige konzerninterne Vertragsbeziehungen

Einige Antragsteller rügen, dass die konzerninternen Vertragsbeziehungen nicht transparent genug dargestellt seien und vermuten geplante Verrechnungspreise, die einem Drittvergleich nichts standhalten. Das gelte auch und vor allem für die IT-Kosten der Fa. Ricardo.ch und für die Lizenzen. Hierzu hat die Antragsgegnerin ausführlich erwidert (Antragserwiderung S. 41 = Bl. 1203f GA) und auf die Prüfung durch die (S. 56, 58, 60, 63, 64 und 71) sowie (S. 18) verwiesen.

Der sachverständige Prüfer hat in der mündlichen Verhandlung vom 1.12.10 ausführlich dargestellt, dass dieses Thema umfangreich Gegenstand der Prüfung gewesen sei und angemessene Preise in Ansatz gekommen seien. Er habe sich die Aufwendungen der für IT-Kosten und Lizenzen umfangreich nachweisen lassen und habe festgestellt, dass diese Kosten lediglich mit einem maßvollen Aufschlag von 0,5 – 2% an die Fa. Ricardo.de weiter belastet worden

seien. Die Lizenzzahlungen hielten auch einem Drittvergleich stand und seien sämtlich innerhalb der auch bei anderen Unternehmen zu beobachtenden Marge gezahlt worden. Dem folgt die Kammer und hält entgegen den nach der mündlichen Verhandlung eingegangenen insistierenden Argumenten einiger Antragsteller (Bl. 1541f.) keine weitere Sachaufklärung für nötig.

fff. Abschreibungen

Zu der Höhe der **Abschreibungen** (vor allem bei der Fa. Ricardo.ch) wenden sich die Antragsteller im Wesentlichen mit dem Argument, die Höhe der Abschreibungen sei unverständlich angesichts der nur relativ bescheidenden überhaupt vorhandenen Sachanlagen und geringerer Werte in der Vergangenheit. Diese Kritik ist nach den Darlegungen der Antragsgegnerin, die vom Abfindungsprüfer gestützt wurde, nicht berechtigt. Es ist bei dem Ertragswertverfahren auf die Nettoausschüttungen abzustellen. Damit fallen zwar Abschreibungen systematisch weg, es müssen aber für die gleichen Perioden Erhaltungsaufwendungen berücksichtigt werden, damit der technologische Stand des Unternehmens erhalten wird und auch in Zukunft die geplanten Überschüsse erzielt werden können. Die Abschreibungen entsprechen also den Erhaltungsaufwendungen in den späteren Perioden. In den Planungen ab 2009 sind Abschreibungen resp. Erhaltungsaufwendungen lediglich in Höhe von 5%, später 6% geplant, und damit nur in Höhe geplanten jährlichen Umsatzsteigerungen. Das entspricht einem vernünftigen Umgang mit Erhaltungsaufwendungen.

ooo. Verlustvortrag und steuerlicher Verlustvortrag

Zu den Rügen der Antragsteller, der Verlustvortrag von € 1.543.000.- sei nicht nachvollziehbar, hat die Antragsgegnerin auf den in der Bilanz per 31.3.08 ausgewiesenen Verlust von € 2.014.000.- und die Verrechnung mit Steuervorteilen von € 472.000.- hingewiesen, die diese Position erklären (Antragserwiderung S. 45 = Bl. 1207 GA).

Die Verlustvorträge sind, wie die Antragsgegnerin schlüssig erläutert hat (Antragserwiderung S. 46 = Bl. 1208 GA), aus Gewerbe- und aus Körperschaftssteuern entstanden und dem ausschüttungsfähigen Ergebnis derart zugerechnet worden, dass ein Sonderwert gebildet wurde, der sich aus dem abgezinsten Wert der zukünftigen Steuerersparnis ergibt. Dieses Verfahren ist nicht zu beanstanden.

fff. Thesaurierung

Die Fa. Ricardo.de plante nach Darstellung der Antragsgegnerin im Übertragungsbericht und nach der Prüfung durch die Fa. in den Jahren 2009 bis 2016 stets alle Überschüsse vollständig auszuschütten. Von den ab 2017 (und damit im Bereich der sog. „ewigen Rente“) erwarteten Ausschüttungen sollen 50% im Unternehmen verbleiben, was der langjährigen durchschnittlichen

Ausschüttungsquote deutscher börsennotierter Unternehmen von 50% nahe komme. Das benachteilige den Aktionär und auch den ausscheidenden Aktionär nicht, weil die einbehaltenen Mittel im Unternehmen so angelegt werden, dass die Wiederanlage nach Abzinsung mit dem Kapitalisierungszins den gleichen Wertbeitrag liefere wie die Ausschüttung. Diese Methode stehe in Übereinstimmung mit den Empfehlungen des IDW (S1 ab 2005).

Dem widersprechen einige Antragsteller vehement, und verlangen auch für die Vorjahre, lediglich eine Teilausschüttung vorzusehen und dem Unternehmen die daraus resultierenden (vermutlich höheren) Vorteile hinzuzurechnen.

Die Antragsgegnerin gibt die Änderung im Bewertungsmodus durch den IDW ab 2005 korrekt wieder (Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 410f.). Die Änderung wird in Literatur und Rechtsprechung unterschiedlich gesehen (Dörschell/Franken, DB 2005, 2257, Wasmann/Gayk, DB 2005, 955; LG Bremen, AG 2003, 215; BayObLG, DB 2006, 39).

Die Kammer ist nicht genötigt zu entscheiden, ob und in welcher Höhe die Ausschüttungsannahmen zutreffend sind. Denn die neuere Ansicht stellt selbstverständlich die nicht ausgeschütteten Erträge wieder zugunsten des Unternehmens in die Berechnungen ein. Wie dies geschieht, ist nicht genau festgelegt. Es gibt im Grundsatz zwei Wege. Die thesaurierten, also im Unternehmen verbliebenen Erträge steigern das Eigenkapital und verringern das Fremdkapital, verringern also insgesamt den Verschuldungsgrad, weshalb man die thesaurierten Beträge zum Anlass nehmen kann, zukünftig den Risikofaktor dieses Unternehmens, nämlich den (unten noch zu erläuternden) Beta-Faktor deutlich günstiger und dadurch den rechnerischen Wert des Unternehmens deutlich höher anzunehmen. Die Antragsgegnerin und die sachverständigen Prüfer haben die thesaurierten Beträge nicht auf einem solchen „Umweg“, sondern direkt berücksichtigt, indem sie in dem Jahr der Ausschüttungskürzung den Betrag der nicht ausgeschütteten Beträge als fiktiven Ertrag unter der Rubrik „Ausschüttung des Kapitalzuwachses aus Thesaurierung“ wieder hinzugesetzt und auf dieser Grundlage den Unternehmenswert berechnet haben (vgl. die anl. Tabelle 1, hierzu auch das Zahlenbeispiel bei Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, 495f.). Das führt im Ergebnis zu einem für die Antragsteller noch besseren Ergebnis als nach der alten Methode, weil die oben beschriebenen persönlichen Steuern der Aktionäre (die nach dem Halbeinkünfteverfahren 17,5% auf die ausschüttbaren Beträge ausmachen) auf einen geringeren Betrag als vorher entfallen. Deshalb ist generell gegen die Abweichung von der Vollausschüttungsannahme nichts zu erinnern.

d. Ergebnis der Bewertung

Die sich hieraus ergebenden betrieblichen Erträge und Kosten sind anhand der diesem Beschluss beigefügten Tabelle 2 ersichtlich. Die gerichtlichen Annahmen decken sich mit denen der Antragsgegnerin.

4. Die Abzinsung der zukünftigen Erträge

a. Die Notwendigkeit der Abzinsung und die Methode

Der Wert der einzelnen Aktie kann noch nicht aus der Summe der zukünftigen Erträge errechnet werden, weil berücksichtigt werden muss, dass die zukünftigen Erträge erst später anfallen, die Abfindung aber bereits jetzt zu zahlen ist. Die zukünftigen Erträge sind nur mit dem Wert anzusetzen, den die Aussicht auf ihre künftige Zahlung hat. Dies geschieht durch mathematische Abzinsung (Diskontierung). Der sich danach ergebende Betrag wird der Barwert genannt (Einzelheiten bei Großfeld, Unternehmensbewertung, 2009, Rn. 502f.; OLG Düsseldorf, NZG 2006, 911, 913). Nach den anzuwendenden mathematischen Formeln entspricht stets ein niedriger Kapitalisierungszins einem hohen Barwert und ein hoher Kapitalisierungszins einem niedrigen Barwert.

Streitig ist nun, mit welchem Zinssatz die Abzinsung vorzunehmen ist. Aus der Sicht des Hauptaktionärs kann nur die Rendite als Zinssatz maßgebend sein, die er mit dem Unternehmen selbst erwirtschaften kann; also seine eigene Rendite. Aus der Sicht des ausgeschiedenen Aktionärs kann der Hauptaktionär auch einen Ratenkredit bei einer Bank aufnehmen, der vom Unternehmensergebnis völlig unabhängig ist, wobei es dann auf die Renditeerwartungen der Bank ankäme, die das Darlehen ausreicht. Nach allgemeiner Auffassung ist für den Kapitalisierungszins auf die Sichtweise des Unternehmens abzustellen, weil sich auch der Aktionär beim Erwerb der Aktie von diesem Wert hat leiten lassen und ihm zugemutet wird, eine Ersatzinvestition in einem ähnlichen Geschäftsfeld, also in ähnlichen Aktien zu suchen (Großfeld, Unternehmensbewertung, 2009, Rn. 671; OLG Stuttgart, NZG 2000, 744, 747; AG 2004, 43, 45). Dieser grundsätzlichen Festlegung tritt das Gericht aus den genannten Gründen bei.

Ausgehend von dieser Grundüberlegung sind Kriterien zu bestimmen, mit deren Hilfe sich der Kapitalisierungszins möglichst wertungsneutral ergibt.

Dabei hat sich folgende Vorgehensweise durchgesetzt: Zunächst wird ermittelt, welche Verzinsung sich bei einer risikofreien oder nahezu risikofreien Geldanlage erzielen lässt (Basiszins, vgl. unten b.). Dann wird versucht festzustellen, welche Mehrrendite im allgemeinen erzielt wird, wenn eine riskantere Anlage in Aktien gewählt wird (sog. Marktrisikoprämie), wobei zunächst auf den gesamten Aktienmarkt abgestellt wird (sog. Allgemeine Marktrisikoprämie, vgl. unten c.) und danach erforscht wird, ob hiervon im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des hier untersuchten Unternehmens Ab-, oder Zuschläge vorzunehmen sind (sog. Beta-Faktor, vgl. unten d.) (Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, 692f.).

Mit dem so gefundenen Ergebnis kann der Barwert der noch durchgeplanten zukünftigen Perioden errechnet werden. Bei dem Barwert der danach folgenden Perioden (der wegen der Annahme einer unbegrenzten Unternehmensdauer die „ewige Rente“ genannt wird und hier mit „2017“ bezeichnet ist) gilt im Grundsatz dasselbe, allerdings muss noch berücksichtigt werden, dass der dort zugrunde gelegte Ertrag zunächst mit dem Nominalwert, also nicht laufend steigend, sondern als statisch angenommen wird. Das entspricht nicht der Realität, weil die Erträge nominal steigen werden, wenn das Unternehmen in der Lage ist, die Folgen der inflationären Geldentwertung ganz oder teilweise an seine Abnehmer weiter zu geben. Wenn und soweit zukünftig mit steigenden Überschüssen zu rechnen ist,

muss die Abzinsung weniger stark ausfallen. Die Abweichung wird durch einen sog. Wachstumsabschlag (vgl. unten e.) aufgefangen, mit welchem der Barwert der ewigen Rente letztlich erhöht wird (zu allem vgl. Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 926f.)

b. Der Basiszins

Erstes Ziel der Ermittlung ist also der Basiszins, nämlich der vermutliche Zins für fest verzinsliche und praktisch risikolose Geldanlagen in der Zukunft.

Die Unternehmensprüferin und die Abfindungsprüferin haben hierzu auf die vom „Institut der Wirtschaftsprüfer“ (IDW) und dessen Arbeitskreis Unternehmensbewertung“ (AKU) herausgegebenen Empfehlungen (IDW S 1) Bezug genommen und insbesondere auf die seit 29.6.05 bestehende Empfehlung, hinsichtlich des Basiszinses auf die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten zurück zu greifen (http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_zeitreihen.php?func=list&tr=www_s300_it03). Dabei handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen, d.h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen ermittelt werden. Danach nimmt die Antragsgegnerin einen Basiszins von 4,75% an und will dabei auf einen einheitlichen, barwertabhängigen, also bereits abgezinsten Zinssatz abstellen.

Einige Antragsteller meinen, es müsse auf den Zinssatz für 10jährige Bundesanleihen abgestellt werden, der damals 3,95% oder 3,85% betragen habe. Andere Antragsteller stellen ebenfalls auf die Zinsstrukturkurve ab, meinen aber, der sich daraus ergebende Zins sei geringer.

Die Kammer nimmt zur Kenntnis, dass es keine eindeutige Lösung dieses Problems und auch keine zwingende rechtliche und/oder betriebs- oder volkswirtschaftliche Ableitung gibt und sieht auch keine Möglichkeit, durch Einholung eigener Gutachten oder Stellungnahmen weitere Klarheit zu schaffen. Daher ist der zugrunde zu legende Zinssatz unter wertender Betrachtung zu schätzen (§ 287 ZPO, BayObLG, AG 2006, 1324, 1325). Dabei erscheint die Heranziehung der Zinsstrukturdaten eine vertretbare Vorgehensweise und überzeugend erscheint auch die Ermittlung über einen Dreimonatszeitraum, und zwar rückwirkend vom Zeitpunkt der Begutachtung kurz vor dem Stichtag aus (Februar – April 2008). Diesen Wert haben die Gutachter der Antragsgegnerin und auch die sachverständige Prüferin mit 4,75% angenommen. Dem folgt die Kammer.

Bei dem für den Basiszins gefundenen Wert handelt es sich um den Brutto-Zinssatz. Er berücksichtigt also noch nicht, welche Steuern derjenige zu zahlen hat, dessen Aktienanlage eine solche Rendite erbringt. Der Aktionär, dessen Aktien der Hauptaktionär zwangsweise aufkauft, muss aber, bevor er den Erlös wieder anlegt, hierauf seine persönlichen Steuern entrichten, so dass er im Ergebnis in Höhe der Steuern einen Schaden hat. Um dies zu vermeiden, muss die Steuer dem Abfindungsbetrag hinzugerechnet werden (Nachsteuer-Betrachtung, vgl. Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 383f., 453f. mit weiteren Nachweisen auf die jetzt herrschende Rechtsprechung und auf kritische Stimmen).

Dies geschieht dadurch, dass der Bruttozinssatz um den persönlichen Steuersatz ermäßigt wird; dadurch erhöht sich – weil sich der Abzinsungsfaktor verringert – die Gesamtsumme des zu zahlenden Barwerts der zukünftigen Überschüsse, und zwar genau um das Maß der jeweils zukünftig zu zahlenden Steuern.

Auf den Ertrag entfallen bei jedem Aktionär nach dem am Stichtag 27.5.08 geltendem Recht die Abgeltungssteuer sowie hierauf der Solidaritätszuschlag von zusammen 26,38%. Um diese Quote ist deshalb der oben angesprochene Wert des Basiszinses zu ermäßigen. Die Rechenwege und das Ergebnis lassen sich aus den angehängten Tabellen ersehen.

6. Die allgemeine Marktrisikoprämie

Im zweiten Schritt ist zu ermitteln, welche durchschnittlich höhere Rendite sich mit Aktien erzielen lässt.

Die Antragsteller verweisen auf wissenschaftliche Untersuchungen (Deutsches Aktieninstitut, Studien 2004, Heft 26) und meinen, der Ansatz von 5% sei völlig unvertretbar. Die Marktrisikoprämie könne allenfalls 2% betragen, nach neueren Untersuchungen sei eher von Werten unter 1% auszugehen (Wenger, Verzinsungsparameter, AG Sonderheft 2/2005, 9.; von Rosen, Studien des dt. Aktieninstituts Heft 26/2004, 15f.). In der Rechtsprechung seien in der Vergangenheit nur deutlich geringere Risikozuschläge anerkannt worden seien (BGH NJW 2003, 3272, 3273: 3%; OLG Düsseldorf, AG 2002, 398, 401: 0,5%; BayObLG, NZG 2006, 156, 159 = AG 2006, 44f.: über 2% besonders begründungsbedürftig; OLG Stuttgart, NZG 2007, 112: nur ausnahmsweise 5,4%; LG Dortmund, AG 2007, 792f.: 1%; LG Berlin, Beschluss vom 20.3.08, Az 102 O 139/02: 3%, basierend auf einem Gutachten der Fa. Stüttgen & Haeb, hier Bl. 990f GA; LG Hamburg, Beschluss vom 3.4.07, 414 O 26/97 – Ölmühle -: über 2% besonders begründungsbedürftig; vgl. ferner die Nachweise bei Klöcker/Frowein, Spruchverfahrensgesetz, § 1 Anh. Rn. 16 und Fn 4; MÜKoAktG-Bilda § 305 Rn 80: 0,5-2,0%).

Die Antragsgegnerin entgegnet (wegen Einzelheiten wird auf die Seiten 62f. ihrer Antragsrwiderrung = Bl. 1224f GA verwiesen), nach neueren Untersuchungen (Stöhle, Die Wirtschaftsprüfung 2004, 906, 921; Widmann/Schieszl/Jeromin, Finanzbetrieb 2003, 800, 804) und der Empfehlung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) sei eine Risikoprämie (nach Steuern) von 4,5 – 5,5% angemessen (Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 903), der zugrunde gelegte Wert von 5,0% also nicht zu beanstanden.

Die Kammer tritt im Grundsatz der Darstellung der Antragsgegnerin und den Untersuchungen bei, auf die sie sich stützt. Hierzu besteht zunächst einmal Einigkeit darüber, dass sich die Rendite von Aktien nicht nur aus Dividenden („Zinsen“), sondern auch aus Kursveränderungen errechnet, weil Kursveränderungen durch Verkauf realisiert werden und zu einem Gewinn/Verlust führen können, der – umgelegt auf die Besitzzeit der Aktie – die Rendite erhöhen oder herabsetzen kann. Erheblicher Streit besteht aber sowohl über die Frage, welche Aktien zum Vergleich

heranzuziehen sind und über den Referenzzeitraum der Ermittlung (Überblick bei Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 708f.).

Die von den Antragstellern und dem gemeinsamen Vertreter zitierten Ansichten in der Literatur und Entscheidungen und zahlreiche andere Urteile (OLG Hamburg, AG 2003, 585: 2%; OLG Ff/M, AG 2002, 405: 1,5%; BayObLG, AG 1996, 127, 129: 0,6%; OLG Düsseldorf, AG 1990, 397, 401: 0,5%; LG Dortmund, AG 1996, 278, 280: 1%) beziehen sich auf solche Untersuchungen, bei denen bereits eine Risikoeinschätzung bei der Ermittlung des prognostizierten Unternehmenserfolges erfolgt ist. Das entsprach den bis 2000 geltenden Vorschlägen des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) in deren HFA 2/83. Seit Einführung des neuen Standards im Juni 2000 (IDW S 1, WPg 2000, 825f.) sind die Unternehmensrisiken (mit wenigen Ausnahmen ausschließlich) im Kapitalisierungszins zu berücksichtigen (IDW S 1 2000, Rn 94f.). Deshalb sind die von den Antragstellern herangezogenen Judikate überholt (OLG Stuttgart, AG 2007, 128, 134). Dem folgt auch die Beurteilung durch die Unternehmensprüferin und die Abfindungsprüferin. Die von der Antragsgegnerin genannten Quellen, die sich mit der Auffassung von Großfeld (Unternehmensbewertung 2009, Rn. 711f.) decken, erscheinen dem Gericht als eine vertretbare Grundlage für die Einschätzung.

Die Kammer folgt den überzeugenden Erwägungen der sachverständigen Prüfer in ihrem Bericht vom 7.4.08, S. 26f, = Bl. 203f GA), die von einer allgemeinen Marktrisikoprämie von 4,5% nach Steuern ausgehen. Aus der beigefügten Tabelle 2 sind die Auswirkungen ersichtlich.

d. Der Betafaktor

Der so gefundene Wert für die allgemeine Marktrisikoprämie muss nun, um eine der früheren Kapitalanlage vergleichbare Investition kalkulatorisch nachzuvollziehen, um einen dem Unternehmen angepassten Faktor ergänzt werden.

Die Methoden der Beurteilung der Risikostruktur sind streitig. Allen gemeinsam ist die Erkenntnis, dass bei der Risikoeinschätzung nicht auf die Meinung des Unternehmens selbst abgestellt werden kann; maßgebend sind lediglich Einschätzungen Dritter. Dabei werden ganz unterschiedliche Kriterien herangezogen, zum Beispiel veröffentlichte Meinungen von Rating-Agenturen, die Höhe der Zinsen der von Banken an die Unternehmen ausgelegten Großkredite und das Verhalten des Börsenkurses im Vergleich zu anderen Unternehmen (Überblick bei Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 728f.).

Die am weitesten verbreitete und auch in den bereits erwähnten Standard der Wirtschaftsprüfer (IDW-S 1, Ziffer 97, 98) aufgenommene Methode ist das Kapitalpreisbildungsmodell (Capital Asset Pricing Model, CAPM), das auf die sog. Volatilität der Aktie abgestellt, also auf die Schwankungsbreite des Kursverlaufes: je höher und kurzfristiger die Kursänderungen im Verhältnis zu anderen Aktien sind, als desto risikoreicher wird die Aktie eingeschätzt; umgekehrt wird eine Aktie als risikoarm beurteilt, wenn sie in Relation zu anderen Aktien wenig im Wert differiert und die Aktienwerte sich nur langsam verändern (Großfeld, a.a.O., Rn. 731). Dieser – Beta-Faktor genannte – Wert soll die Risikorelation des zu beurteilenden zu dem

Durchschnitt anderer Unternehmen abbilden und wird mit 1 angegeben, wenn das Unternehmen nicht abweicht, mit >1 , wenn es als risikoreicher angesehen wird und ≤ 1 , wenn es als risikoärmer betrachtet wird. Die Beta-Werte werden für börsennotierte Unternehmen regelmäßig ermittelt und teilweise auch veröffentlicht.

Mathematisch führt ein hoher Beta-Faktor, der ein überdurchschnittlich hohes Unternehmensrisiko beschreibt, dazu, dass sich die allgemeine Marktrisikoprämie und in dessen Folge der gesamte Kapitalisierungszins erhöht und der Barwert ermäßigt. Ein niedriger Beta-Faktor dagegen, der das Risiko der Unternehmung eher wie eine festverzinsliche Anlage beschreibt, führt zu einem eher hohen Barwert.

Bei der Ermittlung von Beta-Faktoren im Zusammenhang mit Unternehmenswertermittlungen aus Anlass eines Squeeze-Out kommt es häufig zu dem Phänomen, dass der Beta-Wert der zu beurteilenden Aktie nicht aussagefähig ist, weil es infolge der geringen Handelsvolumina und der geringen Zahl der gehandelten Aktien keine oder nur sehr geringe Kursschwankungen gibt. Hier behilft man sich mit der Heranziehung von Beta-Faktoren vergleichbarer Unternehmen derselben Branche (sog. Peer-Group). Die so herangezogenen Unternehmen unterscheiden sich oft so erheblich in der für die Risikoeinschätzung bedeutsamen Eigenkapitalausstattung, so dass die Vergleichbarkeit mit dem zu prüfenden Unternehmen in Frage steht. Hier behilft man sich damit, dass man den Beta-Faktor der Peer-Group-Unternehmen um deren spezifisches Kapitalstrukturrisiko bereinigt („Unlevering“), um es dann dem Kapitalrisiko des zu beurteilenden Unternehmens anzupassen („Relevering“).

bb. Die Antragsteller bezweifeln mehrheitlich die Tauglichkeit dieses Ansatzes und meinen, Schätzungen der Gerichte seien nach wie vor zuverlässiger und überzeugender. Jedenfalls hätten die Antragsgegnerin und die Prüfer ohne hinreichende Begründung nicht die tatsächlichen Beta-Werte der Fa. Ricardo.de zugrunde gelegt, sondern auf nicht vergleichbare Beta-Werte anderer Unternehmen (Amazon, Copart, ETS Eventim u.a., vgl. Gutachten S. 79, Bl. 141 GA) statt auf die von vergleichbaren Firmen zurückgegriffen und damit unakzeptabel hohe Abwertungen verursacht.

cc. Der gemeinsame Vertreter schließt sich dem an und meint, es seien konsequent nicht vergleichbare Unternehmen herangezogen worden; in diesem Punkt sei eine gerichtliche Nachbegutachtung unumgänglich.

dd. Die Antragsgegnerin dagegen ist der Auffassung, dass es der Anpassung der unternehmensspezifischen Merkmale an die allgemeine Marktrisikoprämie bedürfe. Der Beta-Faktor sei ein standardisiertes Maß für das Risiko eines Unternehmens und sei Ausfluss der Geschäftstätigkeit, des allgemeinen Marktumfeldes und der Kostenstruktur des Unternehmens; es spiegele auch die Auswirkung der Fremdfinanzierung auf das Risiko der Eigenkapitalgeber wider. Auf den eigenen Beta-Wert der Fa. Ricardo.de von 1,0 könne es nicht ankommen, weil dieser aus viel zu wenigen Transaktionen gebildet worden sei. Deshalb hätten die und die Abfindungsprüferin zu Recht die Beta-Werte anderer Unternehmen herangezogen (Amazon, Copart, ETS Eventim u.a., vgl. Gutachten S. 79, Bl. 141 GA,

Erläuterungen zur Vergleichbarkeit S. 93, Bl. 154 GA). Die Unternehmen seien jedenfalls im Grundsatz ähnlich, wenn sie sich nicht in allen Punkten deckten, was auch nicht erforderlich sei. Insgesamt habe sich ein durchschnittlicher Beta-Wert von 1,1 ohne Berücksichtigung der Verschuldung ergeben, also bei vollständiger Eigenfinanzierung („unlevered Beta“). Dieser Wert müsse, da keine Fremdfinanzierung beabsichtigt sei, nicht aus Gründen der Kapitalstruktur heraufgesetzt werden (Gutachten S. 79, Bl. 141 GA).

ee. Das Gericht folgt der Antragsgegnerin darin, dass der bei der Barwertermittlung herangezogene Kapitalisierungszins möglichst genau auf die zukünftige Ertragserwartung des konkreten Unternehmens abstellen sollte und hält es daher im Grundsatz für zutreffend, dass die allgemeine Risikoprämie um einen unternehmensbezogenen Faktor korrigiert wird. Nicht überzeugend ist allerdings, bei der Bestimmung der konkreten Risiken lediglich auf die Volatilität der Aktien abzustellen. Die Behauptung, börsliche Kursschwankungen seien Ausdruck sich ändernder Risikoeinschätzungen, ist schon an sich bedenklich; maßgebend dürften vielmehr in erster Linie sich ändernde Renditeerwartungen sein, die aber mit der Frage, wie risikobehaftet die Aktienanlage auf Dauer ist, nicht unbedingt zu tun hat.

Das Gericht sieht sich nicht in der Lage, diese Frage für den konkreten Fall aufgrund uneindeutig nachprüfbarer Tatsachen und Ableitungen zu entscheiden. Die weitere Aufklärung erscheint ebenfalls nicht möglich. Insbesondere ist keine Möglichkeit ersichtlich, durch Einholung weiterer Gutachten oder empirischer Untersuchungen Klarheit zu gewinnen, weil alle herangezogenen Methoden zu viele wertende Elemente enthalten. Deshalb muss das Gericht selbst eine wertende Betrachtung und eine Schätzung vornehmen (§ 287 ZPO).

Hierbei erscheint der auf das CAPM zurück gehende Ansatz, eine durchschnittliche Risikoerwartung mit 1 zu definieren, geringere Risiken mit geringeren Werten bis zu 0 (für eine gänzlich risikolose Anlage) und höhere Risiken mit höheren Werten abzubilden, ein gangbarer Weg.

Es handelt sich um eine Internetfirma, die den schnelllebigen Veränderungen solcher Betriebe unterliegt. Sie ist ein relativ kleiner Anbieter gegenüber einem übermächtigen Wettbewerber (EBay), der stets in der Gefahr der Übernahme oder Marktverdrängung steht (überzeugend die Darstellung der in ihrem Gutachten S. 25 = Bl. 88 GA). Die Einkünfte hängen andererseits von einem stark volatilen Nutzerverhalten ab, wobei die Tochterfirma Ricardo.ch, die den Großteil der Erträge der Fa. Ricardo.de generiert, sich bisher sehr gut behaupten konnte.

Das Gericht hält es daher für überzeugend, den tatsächlich für die Fa. Ricardo.de ermittelten Wert von 1,0 zu verwenden. Die Folgen für die Bemessung des Unternehmenswertes sind in der beigegeführten Tabelle 2 dargestellt.

e. Der Wachstumsabschlag

Es ist bereits dargestellt worden, dass der Barwert der noch durchgeplanten zukünftigen Perioden unter Einschluss der Steigerung der Erlöse infolge der zu erwartenden Inflation errechnet wird. Bei dem Barwert der danach folgenden

Perioden („ewige Rente“) wird mit dem Nominalwert gerechnet, so dass die Folgen der inflationären Geldentwertung noch zu berücksichtigen sind. Wenn und soweit zukünftig mit steigenden Überschüssen zu rechnen ist, muss die Abzinsung weniger stark ausfallen. Die Abweichung wird durch einen sog. Wachstumsabschlag aufgefangen, mit welchem der Barwert der ewigen Rente letztlich erhöht wird (zu allem vgl. Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 926f.) Es ist also ein Abschlag von dem Zinsfaktor vorzunehmen in dem Maß, wie es dem Unternehmen mutmaßlich gelingt, inflationsbedingte Kostensteigerungen wertgleich an seine Abnehmer weiter zu geben (OLG Düsseldorf; NZG 2003, 588, 595) und wie weit darüber hinaus eine stetige Geschäftsausweitung zu erwarten ist.

aa. Die Antragsteller prognostizieren, dass die Fa. Ricardo.de in Zukunft in vollem Umfang in der Lage sein werde, inflationsbedingte Kostensteigerungen über höhere Preise wieder zu verdienen. Die Inflationsrate werde angesichts der mit der Wirtschaftskrise 2008 einhergehenden Staatsverschuldungen zukünftig wenigstens bei 3% jährlich liegen, weshalb ein Wachstumsabschlag jedenfalls von 3% angebracht sei (einige Antragsteller rechnen mit etwas niedrigeren Werten).

bb. Die Antragsgegnerin verweist auf die Untersuchungen von Widmann/Schieszl/Jeromin (Finanzbetrieb 2003, 800ff.), wonach das durchschnittliche realisierte Gewinnwachstum in der Vergangenheit nur 45% der Inflationsrate betragen habe (Widmann/Schieszl/Jeromin, FinanzBetrieb 2003, 800). Dem sei die Rechtsprechung gefolgt (BayObLG, AG 2002, 392, 292, AG 2002, 388, 389; OLG Stuttgart, AG 2008, 510, 515, OLG München, AG 2008, 28, 31). Der angenommene Wachstumsabschlag von 2% sei deshalb mehr als angemessen, die sachverständigen Prüfer hätten vertretbar 1,5% erwogen. Ein höheres Wachstum der Fa. Ricardo.de, das einen höheren Abschlag rechtfertige, sei nicht realistisch.

cc. Die Kammer hat anhand der Mitteilungen der Beteiligten erneut die Überzeugung gewonnen, dass es eindeutige Lösungen dieser Frage nicht gibt und zuverlässigere Erkenntnisse über die zukünftig mögliche Kostenüberwälzungsquote der nicht geben wird. Es bedarf daher der bewertenden Schätzung nach § 287 ZPO.

Dabei berücksichtigt das Gericht, dass die Fa. Ricardo.de in der Vergangenheit und in der geplanten Zukunft inflationsbedingte Kostensteigerungen stets weitergeben konnte und dass derzeit für erhebliche Veränderung bei Umsatz und Gewinn kein Anhaltspunkt besteht. Die Kammer geht von einer zukünftigen Inflationsrate von ca. 2% aus. Deshalb wird die Fa. Ricardo.de nach Auffassung der Kammer tendenziell in der Lage sein, inflationsbedingte Kostensteigerungen überwiegend vollständig auf ihre Abnehmer zu überwälzen. Wenn man, den Zielen der Europäischen Union folgend, aus Sicht des Jahres 2008 eine Inflationsrate nicht über 3% erwartete, ist gegen den angenommenen Wachstumsabschlag von 2% aus Sicht der Kammer nichts einzuwenden.

5. Das Ergebnis der Ertragswertberechnung

Die beigelegte Tabelle 3 zeigt, wie sich der Ertragswert des Unternehmens gegenüber der Berechnung der Antragsgegnerin (Tabelle 1) und der Berechnung der sachverständigen Prüferin (Tabelle 2) ändern würde, wenn man alle oben diskutierten Abweichungen in vollem Umfang zugunsten der Antragsteller ändern würde. Es ergäbe sich so ein Barwert der Fa. Ricardo.de, ihrer Beteiligungen und sonstiger Werte per 27.5.08 von € 99.527.793.-, was bezogen auf 8.323332 Aktien einen Betrag von € 11,96 pro Aktie ausmacht.

6. Nicht zum Betrieb notwendiges Vermögen

Dem Ertragswert sind regelmäßig die Vermögenswerte hinzuzurechnen, über die das Unternehmen verfügt und die für die Erzielung der Erträge ohne Bedeutung sind, also z.B. nicht nötige Grundstücke, Beteiligungen etc. (vgl. Großfeld, Unternehmensbewertung, 5. Auflage, S. 299f.). Hierzu hat die Unternehmensprüferin überzeugend ermittelt, dass außer der Fa. ricardo.ch alle weiteren Tochtergesellschaften der Fa. Ricardo.de inaktiv waren und keinen besonderen Wert mehr hatten.

Soweit die Antragsteller meinen, die in den ausländischen Tochtergesellschaften noch vorhandenen steuerlichen Verlustvorträge ließen sich durch die Muttergesellschaft zukünftig gewinnbringend verwerten, mag das zutreffen; ein Vorteil für die Antragsteller kann das nicht darstellen, weil diese Verwertungen zwar dem Unternehmen zugutekämen, an welchem die Antragsteller beteiligt waren, aber nur aufgrund von Umständen, die sich erst nach dem Squeeze-Out ereignen könnten und zu denen es ohne die Übernahme durch nicht gekommen wäre.

7. Ergebnis

Im Ergebnis erweist sich also, dass sich gegenüber den Annahmen der Gutachterin der Antragsgegnerin und der sachverständigen Prüferin ein höherer Ertragswert per 27.5.08 ergibt. Indessen liegt der sich für jede einzelne Aktie ergebende Abfindungsbetrag nicht über dem Betrag, auf den die Antragsteller durch den Beschluss vom 27.5.08 bereits Anspruch haben (€ 14,10/Aktie), weil die Abfindung nach dem höheren Börsenwert bemessen wurde.

8. Zusatzentschädigung

Der Antragsteller zu 31. macht außerdem geltend, der Abfindungsbetrag müsse schon allein deshalb höher bemessen werden, weil er nicht alle Nachteile ausgleiche, die mit dem Verlust der Aktien verbunden seien. So sei der Aktionär, der sich mit viel Mühe und Aufwand die Aktie ausgesucht und erworben habe, nunmehr gehalten, sich entweder mit einer völlig unattraktiven Festgeldanlage zu begnügen oder erneut Aufwand und Mühe zu investieren, um eine vergleichbare Aktienanlage auszusuchen, zu kaufen und zu überwachen. Der vom BVerfG geforderte Wertersatz müsse sich auch auf diese Nachteile erstrecken.

Ob den zwangsweise ausgeschiedenen Aktionären ein solcher, durchaus erwägenswerter Ersatzanspruch zusteht, kann offen bleiben. Jedenfalls ist er nicht in diesem Verfahren durchsetzbar. In diesem Verfahren geht es lediglich um die Überprüfung der Höhe der festgesetzten Abfindung, die sich lediglich danach richtet, welchen baren Gegenwert die Aktionäre bei einer freien De-investitionsentscheidung für ihre Aktie erzielt hätten. Selbstverständlich kann es darüber hinaus weitere Schäden geben, etwa weil der Zinsschaden höher ist als der im Gesetz genannte Betrag oder wenn sich ein Aktionär zur späteren Veräußerung der Aktien bereits verpflichtet hatte. Hierfür ist aber in § 327b II AktG ein Weg außerhalb dieses Feststellungsverfahrens im Verfahren der ordentlichen Gerichtsbarkeit gewiesen. In der Sache eignet sich die Einbeziehung in das Verfahren über die Abfindungshöhe schon deshalb nicht, weil die geltend gemachten Kosten völlig unabhängig von der Anzahl der gehaltenen Aktien anfallen und deshalb für jeden Aktionär gesondert festgesetzt werden müssten. Diese Kammer wäre auch für dieses Verfahren der ordentlichen Gerichtsbarkeit nach dem Geschäftsverteilungsplan nicht zuständig.

9. Ergebnis

Die Anträge der Antragsteller, die auf Festsetzung einer noch höheren Barabfindung gerichtet sind, sind daher nicht begründet. Sie sind daher zurückzuweisen.

10. Verzinsung

Einige Antragsteller beanspruchen eine höhere Verzinsung als die gesetzlich vorgesehene. Nach § 327b II AktG ist der zu zahlende Abfindungsbetrag von der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister an mit Zinsen in Höhe von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen. Der Beschluss über die Übertragung datiert vom 27.5.08. Die Bekanntmachung erfolgte am 15.12.09. Die Übertragung der Aktien geschah zumeist in den Tagen danach.

Diese Folge der Verzinsung ergibt sich aus dem Gesetz und braucht, da ansonsten die Anträge zurück gewiesen werden, nicht gesondert festgestellt werden.

Der Antrag einiger Antragsteller, die Verzinsung auch für die Zeiten vom 27.5.08 bis 15.12.09 und für die Zeit vom 15.12.09 bis zur tatsächlichen Gutschrift des Abfindungsbetrages auf ihrem Konto anzuordnen, ist nicht begründet.

Das Gesetz stellt eine verfassungskonforme Regelung der Nachteile der Übertragung der Aktien auch hinsichtlich der Zinsen dar (BVerfG NJW 2007, 3268, 3271).

Ein Anspruch wäre neben § 327b II AktG ohnehin nur denkbar aus dem Gesichtspunkt des Verzuges nach den §§ 280, 286 BGB, also einer schuldhaften Verzögerung der Eintragung durch die Antragsgegnerin. Die Eintragung wurde durch

die Antragsgegnerin nicht verzögert, denn sie konnte die Erhebung von Anfechtungsklagen zahlreicher Aktionäre (u.a. einige der hiesigen Antragsteller) nicht vermeiden und hat die Eintragung alsbald nach der Zustellung des Beschlusses vom 12.11.09 im Freigabeverfahren HansOLG 11 W 55/09 veranlasst. Dass die Ausbuchung der Aktien und die Zahlung der Abfindungen erst einige Tage nach der Bekanntgabe der Eintragung erfolgten, beruht ebenfalls nicht auf einem verzugsbegründenden Verhalten der Antragsgegnerin, sondern ist den nicht zu vermeidenden Zahlungs- und Bearbeitungszeiten der Banken geschuldet, die die Aktien für die Antragsteller verwahrten. Deshalb ist den Antragstellern auch nicht hinsichtlich der Nebenentscheidungen eine höhere Abfindung zu gewähren.

D. Die Gründe für die Nebenentscheidungen

1. Die Entscheidung über die Gerichtskosten folgt aus § 15 II 1 SpruchG; die gerichtlichen Kosten hat hiernach die Antragsgegnerin zu tragen, wenn es nicht billig ist, sie den Antragstellern aufzuerlegen. Im vorliegenden Fall sind zwar die Antragsteller im Ergebnis unterlegen. Es sind aber zahlreiche Erläuterungen der Unternehmensbewertung erst im Rahmen dieses Verfahrens nachgetragen worden. Diese Umstände rechtfertigen es jedenfalls nicht, die Antragsteller entgegen dem Normalfall des § 15 II 1 SpruchG mit den gerichtlichen Kosten ganz oder teilweise zu belasten.

2. Die Antragsgegnerin hat ihre Kosten selbst zu tragen. In § 15 SpruchG fehlt eine Regelung zu den außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin. Ob ergänzend § 81 FamFG heran zu ziehen ist, ist streitig (vgl. hierzu MÜKoAktG-Kubis, 3. Aufl. 2010, § 15 SpruchG, Rdn. 2).¹ Die Frage kann dahin stehen. Eine Überbürdung der Kosten der Antragsgegnerin könnte auch nur dann erfolgen, wenn dies der Billigkeit entspräche. Das ist nach den obigen Ausführungen zu den Gerichtskosten nicht der Fall.

3. Die Kosten des gemeinsamen Vertreters fallen der Antragsgegnerin zur Last, § 6 II SpruchG. Über die Höhe wird das Gericht auf Antrag des gemeinsamen Vertreters gesondert befinden.

4. Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller beruht auf § 15 IV SpruchG; hiernach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht.

Das ist hier nicht der Fall. Der Umstand, dass erst im Rahmen des Verfahrens die Angemessenheit der Abfindung bzw. der Vergleiche vollends offenbar geworden ist, rechtfertigt es nicht, die Antragsgegnerin auch bei letztendlich negativem Ausgang mit allen Kosten der Antragsteller zu belasten.

5. Der für die Bemessung der Gerichtsgebühren maßgebliche Geschäftswert bemisst sich nach § 15 I SpruchG auf den Betrag, der sich für die berechtigten Anteilsinhaber zusammen nach der Entscheidung des Gerichts zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag ergibt, mindestens aber auf € 200.000.- und maximal € 7.500.000.-; er ist von Amts wegen festzusetzen. Weil die Abfindung nicht erhöht wird, muss es bei dem Mindestwert von € 200.000.- bleiben.

6. Der vorgenannte Geschäftswert ist nach § 6 II 3 SpruchG zugleich auch der Gegenstandswert, der für die Bemessung der Vergütung des gemeinsamen Vertreters maßgebend ist.

7. Der für die Berechnung der außergerichtlichen Kosten (insbesondere die Rechtsanwaltskosten) erforderliche Gegenstandswert für jeden Antragsteller ergibt sich aus dem Bruchteil des für die Gerichtsgebühren geltenden Geschäftswertes, der sich aus dem Verhältnis der Anzahl der Anteile des Auftraggebers zu der Gesamtzahl der Anteile aller Antragsteller ergibt, mindestens aber € 5.000.-. Maßgeblicher Zeitpunkt für die Bestimmung der auf die einzelnen Antragsteller entfallenden Anteile ist der jeweilige Zeitpunkt der Antragstellung, wobei, wenn dem Gericht die Anzahl der Anteile eines Antragstellers nicht bekannt ist, vermutet wird, dass er lediglich einen Anteil hält (§ 31 RVG).

Als „maßgeblichen Zeitpunkt“ der „Antragstellung“ in diesem Sinne sieht die Kammer den gesamten zulässigen Antragszeitraum an, denn der „Bruchteil“ der Anteile eines Antragstellers von der Gesamtzahl der Anteile aller Antragsteller kann erst nach Ablauf der gesamten zulässigen Antragszeit bestimmt werden. Im Hinblick auf die Frage, ob die Anzahl der auf einen Antragsteller entfallenden Anteile gerichtsbekannt ist, kommt es jedenfalls nur auf den Zeitraum bis zur instanzabschließenden Entscheidung, also darauf an, ob ein Antragsteller entsprechend § 4 IV SpruchG bis zur Entscheidung die Anzahl der von ihm gehaltenen Aktien angibt und nachweist; ein späterer Nachweis nämlich würde die Höhe der Gegenstandswerte anderer Antragsteller beeinflussen und würde jede Kostenfestsetzung gänzlich unmöglich machen.

Danach ergibt sich für alle Antragsteller ein Geschäftswert von € 5.000.-

E. Rechtsmittelbelehrung

Dieser Beschluss wird gemäß § 39 FamFG mit folgender Rechtsmittelbelehrung versehen:

Gegen diese Entscheidung ist das Rechtsmittel der Beschwerde zulässig. Sie kann nur durch eine von einem Rechtsanwalt unterzeichnete Beschwerdeschrift eingereicht werden (§ 12 SpruchG), und zwar bei dem Gericht, das die Entscheidung erlassen hat (§ 64 FamFG), also bei dem Landgericht Hamburg. Die Beschwerdefrist beträgt 1 Monat und beginnt am Tag der Zustellung des Beschlusses an die beteiligte Partei oder ihren Verfahrensbevollmächtigten (§ 63 FamFG).

Ein Beteiligter kann sich auch der Beschwerde eines anderen Beteiligten anschließen, selbst wenn er selbst nicht rechtzeitig Beschwerde eingelegt hat; diese Beschwerde verliert allerdings ihre Wirkung, wenn die andere Beschwerde als unzulässig verworfen oder zurück genommen wird (§ 63 FamFG).