

# Hanseatisches Oberlandesgericht

Az.: 13 U 74/11  
417 HKO 106/09 LG Hamburg



## Beschluss

In dem Rechtsstreit

gegen

erlässt das Hanseatische Oberlandesgericht - 13. Zivilsenat - durch  
den Vorsitzenden Richter am Oberlandesgericht \_\_\_\_\_ ,  
die Richterin am Oberlandesgericht \_\_\_\_\_ und  
die Richterin am Oberlandesgericht \_\_\_\_\_  
am 01.11.2011 folgenden Beschluss:

Die Beschwerden der Antragsteller zu 1., 16. - 20., 27., 28., 54., 67. und 68. gegen den Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 14.03.2011 werden zurückgewiesen.

Die Kosten des Beschwerdeverfahrens fallen den Beschwerdeführern nach einem Gegenstandswert von € 200.000,- zur Last.

Die der Antragsgegnerin im Beschwerdeverfahren entstandenen außergerichtlichen Kosten sind nach einem Gegenstandswert von € 200.000,- von den Beschwerdeführern zu tragen.

Die Kosten des Gemeinsamen Vertreters fallen nach einem Gegenstandswert von € 200.000,- der Antragsgegnerin zur Last.

Im Übrigen findet eine Erstattung im Beschwerdeverfahren entstandener außergerichtlicher Kosten nicht statt.

Die Geschäftswerte für die Bemessung der außergerichtlichen Kosten der Beschwerdeführer werden auf jeweils € 5.000,- festgesetzt.

### Gründe:

I.

Wegen des Sach- und Streitstandes 1. Instanz wird auf die Darstellung des angefochtenen Beschlusses Bezug genommen.

Die Beschwerdeführer verfolgen ihr Ziel einer Anhebung des Abfindungsbetrages weiter.

Die Antragsteller zu 1 und 16 - 20 sowie 27 und 28 sind weiterhin der Auffassung, dass die von den Wirtschaftsprüfern der Ertragswertberechnung zu Grunde gelegte Planungsrechnung nicht den wahren Verhältnissen entspreche, da sie erst zu einem Zeitpunkt erstellt worden sei, in dem der bevorstehende squeeze-out bereits bekannt gewesen sei. Sie sind daher der Ansicht, dass ein Abgleich mit einer regulären, turnusmäßigen Planungsrechnung erforderlich gewesen aber nicht erfolgt sei.

Darüber hinaus sei eine notwendige vollständige wertmäßige Erfassung der Tochtergesellschaft ricardo.ch bislang nicht durchgeführt worden, insbesondere seien die Beziehungen zwischen

Mutter und Tochter nicht transparent aufgearbeitet worden, da die Prüfer nur mit saldierten Zahlen gearbeitet hätten und weder die Ansätze für Managementleistungen, noch die internen Verrechnungspreise in irgendeiner Weise nachvollziehbar seien.

Die Marktrisikoprämie sei mit 25 % unrealistisch hoch, der Wachstumsabschlag mit 25 % ebenso unrealistisch niedrig angesetzt worden.

Der Antragsteller zu 54 hat sich lediglich dem Vorbringen der anderen Beschwerdeführer angeschlossen.

Die Antragstellerin zu 67 ist ebenfalls der Auffassung, der Basiszinssatz sei zu hoch angesetzt, nach der Svensson-Methode sei aus der Zinsstrukturkurve für einen zehnjährigen Anlagehorizont ein Wert von 4,42 % sachgerecht.

Weit überhöht sei eine Marktrisikoprämie von 4,5 % – aus der Vielzahl vorliegender Studien ergebe sich bei Anwendung des geometrischen Mittels eine Spannbreite von 1,2 % - 6,7 %; sachgerecht sei allein die Anwendung des geometrischen Mittels; insbesondere der Ausgleich einer negativen Entwicklung des Vor- durch die positive des Folgejahres werde nicht richtig abgebildet. Zudem unterstelle das arithmetische Mittel eine Komplettveräußerung zum Ende jeden Jahres – eine offensichtlich nicht dem tatsächlichen Anlegerverhalten entsprechende Annahme. Nicht vertretbar sei es, jeden in der sich damit ergebenden Spannbreite von 1,2 % - 6,7 % ergebenden Wert für vertretbar zu halten, vielmehr sei insoweit eine Neuberechnung der Marktrisikoprämie durch das Gericht in Auftrag zu geben.

Der Antragsteller zu 68 hat sein Rechtsmittel nicht begründet.

Der Gemeinsame Vertreter ist der Auffassung, dass das Landgericht – da es sich tatsächlich zu einer empirischen Herleitung des Risikozuschlags nicht in der Lage gesehen habe – auf den Ansatz eines beta-Faktors habe verzichtet und den Risikozuschlag frei schätzen müssen, zumal die Zusammensetzung der von den Prüfern in Bezug genommenen peer group fehlerhaft, nämlich vollkommen inhomogen, gewesen sei. Zudem sei das Gutachten des

nicht verwertbar, da dieser zum 01.08.2008 von

– also der Erstellerin des Übertragungsberichts – gewechselt sei. Realistischer Weise sei davon auszugehen, dass dieser Wechsel schon zum Zeitpunkt der Parallelprüfung angebahnt gewesen sei.

Die Antragsgegnerin verteidigt die angefochtene Entscheidung. Die Planungsrechnung sei nicht zu beanstanden; die Gutachter hätten auf den forecast für 2008 zurückgreifen müssen, da bei Durchführung ihrer Arbeiten der Abschluss auf den 01.03.2008 noch nicht in testierter Form vorgelegen habe. Im Übrigen seien sachgerecht drei Planjahre 2008/09 – 2010/11 und sodann Fortschreibungen bis 2015/16 berücksichtigt worden. Soweit hierbei eine Hochrechnung von Zwischenergebnissen erfolgt sei, entspreche dies der üblichen Praxis. Zudem hätten die Prüfer die Planungen in der mündlichen Verhandlung bestätigt, die im gerichtlichen Verfahren ohnehin nur auf Plausibilität zu überprüfen seien.

Eine komplette (eigenständige) Ertragswertberechnung der ricardo.ch AG sei nicht erforderlich gewesen, da der Wert dieses Unternehmens über das Beteiligungsergebnis zutreffend abgebildet worden sei.

Die internen Verrechnungen seien durch die Prüfer umfassend geprüft worden, dass Landgericht habe insoweit zutreffend festgestellt, dass die Ansätze für Personalkosten und auch die Verrechnungspreise einem Drittvergleich standhalten würden.

Die Marktrisikoprämie sei zutreffend bestimmt worden, i.Ü. würde selbst eine Absenkung von 5 % auf 4,5 % noch zu einer geringeren Abfindung als den festgesetzten € 14,10 je Aktie führen.

Der Senat hat mit Verfügung vom 10.06.2011 sämtliche Beteiligte 1. Instanz über die Einlegung der Beschwerden unterrichtet und den Beschwerdeführern – mit Ausnahme der Antragsteller zu 1 und 16 - 20, die bereits eine Begründung eingereicht hatten – eine Frist von sechs Wochen zur Begründung ihres Rechtsmittels, der Antragsgegnerin zur Erwiderung auf die bereits vorliegende Begründung gesetzt.

## II.

Die zulässigen, insbesondere gem. § 12 SpruchG statthaften und innerhalb der Monatsfrist des § 63 Abs. 1 FamFG erhobenen Beschwerden der Antragsteller bleiben in der Sache ohne Erfolg.

1. Die von den Beschwerdeführern geforderte Neubegutachtung ist nicht geboten.

a) Eine Notwendigkeit hierzu ergibt sich zunächst nicht schon im Hinblick darauf, dass die Fir-

men sowie ihre jeweiligen Arbeiten zeitlich parallel durchführten und damit davon auszugehen ist, dass die beteiligten Wirtschaftsprüfer dabei – wie im Übrigen aus zahlreichen Spruchverfahren als üblich gerichtskundig – auch durchaus Kontakte hatten und ihre Arbeiten in gewisser Weise koordinierten.

Der Senat verweist insoweit auf die zutreffenden Ausführungen des Landgerichts auf S. 17 der angefochtenen Entscheidung; im Übrigen ist schon nach der Konzeption des § 327c Abs. 2 S. 1 und Abs. 3, 4 AktG eine zeitliche Überschneidung der Arbeiten zur Erstellung des Übertragungsberichts und dessen Prüfung faktisch nicht zu vermeiden, sofern die erforderlichen Berichte bzw. Gutachten rechtzeitig zur Hauptversammlung, in der über den squeeze-out befunden werden soll, fertiggestellt werden sollen. Dass die – wie gerichtskundig – regelmäßig erfolgende gegenseitige Information der mit den verschiedenen Aufgaben betrauten Wirtschaftsprüfer, die gleichzeitig sehr ähnliche Aufgaben zu erfüllen haben, unzulässig wäre, kann damit schon nach dem Telos des Gesetzes nicht angenommen werden.

Auch nach Auffassung des BGH ist eine zeitliche Überschneidung der Arbeiten zur Erstellung des Berichts des Hauptaktionärs nach § 327c Abs. 2 S. 1 AktG und des Berichts über seine Prüfung gem. § 327c Abs. 2 S. 2 AktG nicht zu beanstanden (BGH ZIP 2006, 2080, 2082, r. Sp.).

b) Nichts anderes folgt hier daraus, dass der Wirtschaftsprüfer , der an der Erstellung des Prüfberichts der mitgewirkt hat, etwas mehr als drei Monate später zur Wirtschaftsprüfungsgesellschaft wechselte.

Konkrete Anhaltspunkte für das Vorliegen eines Ablehnungsgrundes im Sinne der §§ 30 FamFG, 406, 42 Abs. 2 ZPO liegen hierin nicht: Bis zum Wechsel stand gegenüber seinem bisherigen Arbeitgeber in der Pflicht, die Aufgaben eines Wirtschaftsprüfers nach Maßgabe der strengen Anforderungen des § 43 WPO zu erfüllen und damit insbesondere Prüfungsberichte und Gutachten gewissenhaft und unparteiisch zu erstatten (§ 43 Abs. 1 S. 2 WPO). Soweit der Gemeinsame Vertreter aus dem deutlich nach Abschluss der Arbeiten an dem hier vorliegenden Prüfbericht erfolgten Wechsel des Arbeitgebers schließen will, dass Bedenken gegen die Unparteilichkeit des Prüfers bestünden, unterstellt dies dem Wirtschaftsprüfer ohne irgendeine konkrete Tatsachengrundlage einen gravierenden Pflichtenverstoß – es handelt sich damit um eine bloße Spekulation, die

nicht geeignet ist, die Stellungnahme des Prüfers unverwertbar erscheinen zu lassen.

Ein fristgerechter formeller Ablehnungsantrag ist im Übrigen seitens des Gemeinsamen Vertreters nicht gestellt worden; ausweislich S. 4 oben des Sitzungsprotokolls vom 01.12.2010 war der Wechsel des Prüfers zu F auch dem Gemeinsamen Vertreter zu diesem Zeitpunkt bereits bekannt

- c) Auch der Umstand, dass die Ertragswertermittlung auf einer Planung per 26.02.2008 aufsetzt und diese von den beteiligten Wirtschaftsprüfern ihren Berichten zu Grunde gelegt wurde (vgl. Gutachten I S. 46), ist nicht zu bestanden.

Für den Vorwurf der Antragsteller zu 1 und 16 - 20 sowie 27 und 28, dass damit eine speziell für den „Hinauswurf“ erstellte Planung verwandt worden sei, womit unterstellt wird, dass die Ansätze gezielt zum Nachteil der Minderheitsaktionäre verändert worden seien, liegen keine hinreichende tatsächlichen Anhaltspunkte vor.

Denn tatsächlich ist entgegen dem Vortrag der Beschwerdeführer (und entsprechend den Vorgaben des Prüfungsstandards IdW S 1) sehr wohl durch Abgleich mit den Geschäftsjahren 2005 - 2007 geprüft worden, ob die Planzahlen realistisch seien ( S. 46), wobei die Methode einer Eliminierung außerordentlicher Erträge und Aufwendungen sachgerecht ist, um zu einem normalisierten Ergebnis als Grundlage für einen Abgleich mit der Planungsrechnung zu gelangen.

Vor diesem Hintergrund kann allein der Umstand, dass die Planungsrechnung vom 26.02.2008 auf einem „forecast für das Geschäftsjahr 2008“ beruhte ( S. 48), entgegen der Auffassung insbesondere der Antragsteller zu 1 und 16 - 20 nicht zu der Annahme führen, dass es sich hierbei um eine von der betrieblichen Üblichkeit abweichende, nur und gerade für den squeeze-out erstellte und damit einer Benachteiligung der Minderheitsaktionäre „verdächtige“ Planung gehandelt habe. Vielmehr ist es plausibel, dass mit einem „forecast“ gearbeitet wurde, da am 26.02.2008 der Abschluss für das regulär am 31.03.2008 endende Geschäftsjahr der ricardo.de AG zwar vorlag, aber – naturgemäß – noch nicht geprüft war, womit die verwandten Zahlen vorläufig sein mussten. Ein weiteres Zuwarten war insoweit für die beteiligten Wirtschaftsprüfer nicht möglich, da deren Berichte bzw. Gutachten im Hinblick auf die bevorstehende Hauptversammlung zeitnah fertiggestellt werden mussten.

Soweit die Beschwerdeführer zu einer Vielzahl von Einzelpunkten – dazu im Einzelnen s.u. – bemängeln, dass die Aussagen beider vorliegender Berichte nicht hinreichend detailliert und daher nicht nachvollziehbar seien, dringt auch dieser Einwand nicht durch.

Der Bericht des Hauptaktionärs gem. § 327c Abs. 2 S. 1 AktG muss gerade nicht „ausführlich“ sein, sondern hinsichtlich der Angemessenheit der gebotenen Barabfindung lediglich eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen (BGH ZIP 2006, 2080, 2083, I. Sp.; Schmidt/Lutter-Schnorbus, AktG, 2. Aufl. 2010, § 327c, Rnm. 6, 8; Spindler/Stilz-Singhof, AktG, 2. Aufl. 2010, § 327c, Rnrn. 5, 7; Heidelberger Kommentar zum AktG-Holzborn/Müller, 2. Aufl. 2011, §327c, Rn. 5; Münchner Kommentar zur AktG-Grunewald, 3. Aufl. 2010, § 327c, Rn. 8).

Eine umfassende Unternehmensdarstellung, die es dem Minderheitsaktionär gewissermaßen ermöglichen würde, das Unternehmen selbständig und abschließend zu bewerten, ist gerade nicht erforderlich (OLG Düsseldorf, AG 2009, 40, 43 Heidelberger Kommentar-Schenk aaO., § 293a, Rn. 16).

Diesen Anforderungen aber wird der von der Firma [redacted] erstellte Übertragungsbericht hinsichtlich sämtlicher von den Beschwerdeführern gerügter Punkte gerecht (im Detail s.u.).

Ebenso wenig ist der Prüfbericht der [redacted] zu beanstanden: Für diesen fordert das Gesetz (§§ 327c Abs. 2 S. 4 i.V.m. 293e AktG) gerade keine ins Einzelne gehende Darstellung, eine Untermuerung durch Zahlen und Daten ist entbehrlich; vielmehr genügt die Angabe der Bewertungsmethoden und deren konsistenter Anwendung sowie des gefundenen Ergebnisses, auch insoweit muss nur eine Plausibilitätskontrolle möglich sein (Schmidt/Lutter-Schnorbus aaO., Rn. 18; Spindler/Stitz-Singhof aaO., §327c, Rn. 10; Spindler/Stitz-Veil aaO., § 293e, Rn. 5; Heidelberger Kommentar-Schenk, aaO., § 293e, Rnrn. 9).

Diesen Anforderungen genügt der Prüfbericht – wie auch vom Landgericht zutreffend dargelegt – ohne weiteres (im Einzelnen s.u.).

2. Die Berücksichtigung des Wertes der 100%-Tochter ricardo.ch AG über den Ergebnisbeitrag ist sachgerecht; eine gesonderte Ermittlung des Ertragswertes dieses Unternehmens und die Hinzurechnung dieses Betrages zum (sonstigen) Unternehmenswert der ricardo.de AG

– wie von den Antragstellern zu 1 und 16 - 20 sowie 27 und 28 für richtig gehalten – ist nicht nur nicht geboten, sie wäre vielmehr methodisch mehr als zweifelhaft.

Bei der zu bewertenden deutschen AG handelt es sich strukturell um eine selbst nicht operativ tätige Holding, deren „Geschäft“ und insbesondere Ertragssituation somit nahezu ausschließlich (vgl. S. 16, 35) durch das Beteiligungsergebnis geprägt ist. Damit aber sind die Minderheitsaktionäre gerade nicht an der ricardo.ch AG beteiligt, ein direkter Zugriff auf den Substanzwert der ricardo.ch AG steht ihnen gerade nicht offen – aus Sicht der deutschen Holding handelt es sich bei dieser Beteiligung um den allein werthaltigen Bestandteil ihres notwendigen Betriebsvermögens. Eine Bewertung auf Basis des Ertragswerts der ricardo.ch AG würde damit eine Veräußerung dieses notwendigen Betriebsvermögens unterstellen und somit eine Abkehr von der hier sachgerecht angewandten Ertragswertermittlung bedeuten.

Zudem ist der Antragsgegnerin (s. S. 20 ihres Schriftsatzes vom 19.07.2010) darin beizutreten, dass – zumindest bewertungstheoretisch – das aggregierte Ergebnis des Konzerns sich nicht anders darstellt, als die Kumulation der Einzelwerte von Konzerngesellschaften.

Da zudem das Ergebnis der deutschen AG ganz wesentlich vom Ergebnisbeitrag der schweizerischen Tochter geprägt wird, erscheint die Vorgehensweise der Prüfer (vgl. S. 46), auf den Konzern abzustellen, allein sachgerecht.

3. Entgegen der Auffassung der Antragsteller stellt sich die Ergebnisplanung nicht als zu pessimistisch dar.

Vielmehr ist dem Landgericht darin zu folgen, dass die Planung für die ricardo.ch AG (im Folgenden: ricardo.ch) durchaus ehrgeizig war.

Für die Planjahre und den Fortschreibungszeitraum sind jeweils erhebliche Wachstumsraten für Bruttomarge, EBITDA und EBIT angenommen worden, die zwar rückläufig sind, aber gleichwohl weit jenseits derjenigen Werte liegen, die zum Stichtag als allgemeine Wachstumsrate erwartet wurden (und in der Folge auch eingetreten sind).

Der Bericht des Hauptaktionärs stellt überzeugend dar, dass ricardo.ch im Bereich der Onli-



ne-Auktionen Häuser in der Schweiz Marktführer ist und die Bereitschaft zum Einkauf per Internet weiter steigt, womit die im Detailplanungszeitraum angenommene Verdoppelung des Umsatzes zwar „ambitioniert“, aber plausibel sei ( S. 25).

Dass sich aber diese Wachstumsraten von 20 % - 37% p.a. oder auch nur annähernde Werte im Fortschreibungszeitraum und auch noch weiter fortsetzen ließen, erscheint schon im Hinblick darauf nicht nachvollziehbar, dass zum Ende des Detailplanungszeitraums bereits 90 % der Schweizer Haushaltungen einen Internetzugang haben werden ( S. 22), sich insoweit also eine gewisse Marktsättigung auch hinsichtlich des Leistungen eines online-Auktionenhauses abzeichnen dürfte. Damit aber erscheint – wie von den Prüfern angenommen – die Annahme einer sich kontinuierlich abflachenden Wachstumsrate plausibel.

4. Soweit die Beschwerdeführer beanstanden, dass die konzerninternen Verrechnungen nicht hinreichend transparent seien, ist dem nicht zu folgen.

Wie schon dargelegt, ist es nicht erforderlich, dass der Bericht des Hauptaktionärs sämtliche Daten in einer Weise offenlegt, dass die Minderheitsaktionäre die Berechnung der Barabfindung gewissermaßen selbst nachvollziehen könnten, es genügt eine plausible Darstellung.

Insoweit findet sich im Bericht der jedoch eine recht umfassende Schilderung der wechselseitig zu Gunsten und zu Lasten von ricardo.ch in die Verrechnung eingestellten Positionen und deren künftiger Entwicklung:

- Hinsichtlich der Betreuung der westeuropäischen Töchter der -Gruppe ist ein Anstieg der hierfür angesetzten Vollzeitstellen von 4,1 auf 6,5 dargelegt ( S. 56);
- hinsichtlich der sonstigen betriebliche Aufwendungen ist jedenfalls zu ersehen, dass sich aus der Saldierung von Erstattungen und Aufwand im Verhältnis zu anderen Gesellschaften der -Gruppe ein Ertrag ergibt ( S. 58), wobei der konkrete Aufwand und auch die Zahl der insoweit beschäftigten Mitarbeiter ebenfalls ersichtlich ist ( S. 60);
- ebenso offengelegt sind die an zu zahlende data processing charge, wobei zur Marktüblichkeit der Preise Recherchen angestellt wurden ( S. 61), und auch die von ricardo.ch zu entrichtenden Lizenzgebühren ( S. 63);

- schließlich wird bestätigt, dass die konzerninternen Leistungsbeziehungen zu marktüblichen Konditionen abgebildet wurden ( s. 64).

Seitens der sachverständigen Prüfer wurden gerade auch die konzerninternen Verrechnungen überprüft (s. insbesondere Bericht S. 17/18 und 20 oben).

Zudem haben die sachverständigen Prüfer in der mündlichen Verhandlung vor dem Landgericht (s. S. 4 des Sitzungsprotokolls vom 01.12.2010) detailliert dargelegt, dass sie gerade hinsichtlich der Konzernverrechnungen nicht nur eine Überprüfung der Ansätze der – die in der Tat nur die Nettozahlungen untersucht hatte – vorgenommen, sondern die Bruttzahlungsströme (also vor Saldierung) untersucht und im Vergleich mit Marktwerten als üblich eingestuft haben. Ebenso haben sie sich seitens die entstandenen Kosten nachweisen lassen und die Kostenverteilung auf die einzelnen Töchter überprüft. Damit hat tatsächlich eine sehr weitgehende Überprüfung der im Rahmen einer Ertragswertermittlung zweifellos besonders problematischen Innenbeziehungen im Konzern stattgefunden, womit ernsthafte Zweifel an der Richtigkeit der Planungsrechnung hinsichtlich dieser Positionen nicht bestehen.

Auch wenn die einzelnen einbezogenen Positionen in den Berichten nicht detailliert ausgewiesen sind, ist gleichwohl eine (aus Sicht der Minderheitsaktionäre ausreichende – s.o.) Prüfung auf Plausibilität möglich, da diese Posten sämtlich – wie von den sachverständigen Prüfern zutreffend hervorgehoben und den Tabellenwerken im Bericht zu entnehmen – keine sprunghaften Entwicklungen zeigen, sondern sich vielmehr in etwa proportional zum prognostizierten Umsatz entwickeln (insbesondere S. 69). Wie oben dargelegt besteht – entgegen etwa der Auffassung der Antragsteller zu 1 und 16 – 20 (Schriftsatz vom 08.04.2011, S. 4) – kein Anspruch auf eine detailliertere Darstellung, etwa eine genauere inhaltliche Beschreibung der konkret erbrachten Managementleistungen.

5. Soweit die Antragsteller die im Planungs- (und Fortschreibungs-)Zeitraum ansteigenden Personalkosten, sowie Marketingaufwendungen ebenso als überzogen ansehen, wie den Anstieg der Abschreibungen, ist dem nicht weiter nachzugehen.

a) Zu Personalkosten und Marketingaufwand finden sich detaillierte und in sich schlüssige Darstellungen ( S. 55 - 57 bzw. 59) – dass es in diesen Bereichen zu einem deutlichen Anstieg kommen muss, um die prognostizierte ganz erhebliche Steigerung des Umsatzes

erreichen zu können, liegt auf der Hand; auch insoweit ist die Darstellung (insbesondere S. 69) wiederum durchaus plausibel und nachvollziehbar, da sich auch diese Positionen proportional zum Umsatz entwickeln.

- b) Soweit die Antragsteller teilweise den Anstieg der Abschreibungen in der Planungsrechnung rügen (S. 51), ist auch dieser durchaus plausibel, da Umsatzsteigerungen mit einem erhöhtem Aufwand etwa für Server (S. 45 des Schriftsatzes der Antragsgegnerin vom 19.07.2010) einhergehen müssen.

Tatsächlich sind bei der Ermittlung der Nettoausschüttungen die Abschreibungen – da nicht auszahlungswirksam – zwar grundsätzlich zu eliminieren (Ballwieser, Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2007, S. 33); dem Landgericht ist jedoch darin zu folgen, dass die Abschreibungen kalkulatorisch den auf die jeweiligen Perioden entfallenden Erhaltungsaufwendungen entsprechen und damit hier anzusetzen sind, wobei Werte von 5% - 6% sachgerecht, in einer derart schnelllebigen Branche sogar moderat erscheinen.

6. Schließlich sind auch die Annahmen der Berichte zur Ausschüttungspolitik nicht zu beanstanden.

Weder der Auffassung der beschwerdeführenden Antragsteller zu 1 und 16 - 20, die die Annahme einer Ausschüttungsquote von nur 50% in der ewigen Rente beanstanden, noch dem Ansatz anderer Antragsteller, die (umgekehrt) die für die Planjahre angesetzte Vollausschüttung angreifen, ist zu folgen.

Hinsichtlich der Planjahre ist die tatsächliche Planung, nach der eine Vollausschüttung erfolgen soll (S. 47) als unternehmerische Entscheidung hinzunehmen – ob künftig eine Innen- oder Außenfinanzierung erfolgen soll, ist eine auch von den Minderheitsaktionären zu akzeptierende Vorgabe des (Mehrheits-)Eigentümers, zumal bis vor kurzem der Ertragswertermittlung ohnehin regelmäßig die Vollausschüttungshypothese zu Grunde gelegt wurde.

Da sie gerade unter Geltung des tax-capm nicht mehr vollständig realitätsgerecht erscheint (vgl. Scholich/Jäger, Aktuelle Probleme der Unternehmensbewertung zwischen Theorie und Praxis, Vortrag Universität Mannheim, 30. Juni 2004, /  
, S. 11), ist es nicht zu beanstanden, dass für die ewige Rente auf eine typisierte tatsächliche Ausschüttungspolitik abgestellt wird (vgl. Kruschwitz/

Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, 2009, S. 54/55; Drukarczyk/Ernst-Klosterberg, Branchenorientierte Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2010, S. 269). Der Ansatz von 50% Ausschüttung ( S. 47), mithin in der Nähe des Medianwertes der MDAX- und DAX-Unternehmen (Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 19.07.2010) entspricht dieser Typisierung.

7. Weder Basiszinssatz, noch Marktrisikoprämie oder beta-Faktor sowie Wachstumsabschlag sind zu beanstanden.

a) Der risikolose Zins ist zutreffend mit 4 ¾% angesetzt worden.

Der entsprechend der in neuerer Zeit ganz herrschenden Meinung (vgl. Ballwieser, aaO., S. 61) aus der Zinsstrukturkurve abgeleitete Zinssatz ( S. 26), dessen Höhe von den meisten beschwerdeführenden Antragstellern auch nicht (mehr) beanstandet wird, ist zutreffend.

Soweit die Antragstellerin zu 67 einen Betrag von 4,42% für angemessen hält, ist dem nicht weiter nachzugehen, da auch nach ihrem Vorbringen sich dieser Wert bei Ansatz eines hier nicht relevanten 10-jährigen Anlagehorizonts ergibt.

b) Mit der Kammer hält auch der Senat den Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5% für angemessen.

Es handelt sich um den Mittelwert der zum Stichtag geltenden Empfehlung des IdW, die bereits schlicht selbst „wertbildend“ ist, da in aller Regel die beteiligten Wirtschaftsprüfer im Rahmen einer Unternehmensbewertung den hierzu gültigen Aussagen des IdW folgen werden.

Zudem lässt sich die Empfehlung des IdW – entgegen der Auffassung der Beschwerdeführer – durchaus empirisch untermauern (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2009, S. 110 - 117).

Der Senat ist sich dabei bewusst, dass schon das (tax-) capm selbst, als auch die für den Vorschlag des IdW maßgebliche Studie von Prof. Dr. Stehle bewertungstheoretisch angreifbar sein mögen – eine bessere Grundlage für die Schätzung des Risikozuschlages ist

jedoch nicht ersichtlich. Dass es einen derartigen Zuschlag auf den risikolosen Zins geben muss, liegt jedoch – wobei selbst dies von einigen Antragstellern bezweifelt wird – auf der Hand, da ohne Annahme einer Überrendite der risikobehafteten Anlageform gegenüber der (zumindest theoretisch) risikofreien in Staatsanleihen rational überhaupt nicht zu erklären wäre, weshalb z.B. auch die hier betroffenen Minderheitsaktionäre überhaupt in Aktien investiert haben.

Soweit der Gemeinsame Vertreter (S. 2 des Schriftsatzes vom 10.09.2011) eine freie Schätzung des Risikozuschlages durch das Gericht anregt, verkennt er, dass hierin bei ansonsten erfolgreicher Anwendung des (tax-) capm ein Systembruch läge und im Übrigen jede Schätzungsgrundlage im Sinne des § 287 ZPO fehlen und die Schätzung damit schlicht willkürlich und ihrerseits rechtsstaatswidrig wäre.

Auch dem Antrag der Antragstellerin zu 67, die Marktrisikoprämie durch Einholung einer umfassenden empirischen Untersuchung durch einen gerichtlichen Sachverständigen klären zu lassen, ist nicht nachzugehen. Unstreitig und dem Senat aus einer Vielzahl von Spruchverfahren gerichtskundig, ist die Höhe der Marktrisikoprämie (und schon die Frage, ob es überhaupt eine Mehrrendite von Aktien gibt) ebenso wie die zutreffende Methode ihrer Ermittlung der wohl umstrittenste Punkt im Konzept der Ertragswertberechnung nach dem (tax-) capm. Die Vielzahl der Lösungsansätze ist unüberschaubar, ein theoretisch nicht angreifbarer und empirisch wirklich unangefochtener Lösungsansatz existiert nicht (vgl. nur Ballwieser, Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2007, S. 94 - 101). Gerade die Behauptung der Antragstellerin zu 67, sachgerecht sei allein die Anwendung des geometrischen Mittels, ist keinesfalls auch nur ansatzweise eindeutig geklärt (Ballwieser aaO., S. 96; Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, 2009, S. 58 - 60 m.w.N.). Bei dieser Sachlage ist der Senat nicht gehalten, den zahlreichen existierenden Studien eine weitere hinzuzufügen, ein belastbares und zweifelsfreies Ergebnis indiesem Punkt kann nicht gewonnen werden.

Vielmehr ist ein im Übertragungsbericht angesetzter und von den sachverständigen Prüfern bestätigter Wert der Marktrisikoprämie, der sich – wie hier – innerhalb der Spannbreite der Resultate der vorliegenden Studien bewegt, zu akzeptieren. Selbst bei Anwendung des geometrischen Mittels liegt die hier angesetzte Marktrisikoprämie jedoch nicht einmal in der Nähe des empirisch ermittelten oberen Grenzwertes (vgl. Auflistung der Resultate bei Ballwieser aaO., S. 97).

- c) Es kann dahinstehen, ob die durch das Landgericht vorgenommene Absenkung des beta-Faktors von 1,1 auf 1,0 sachgerecht ist, da sich auch hieraus eine Erhöhung des Barabfindung nicht ergibt, wie das Landgericht auf S. 30 der angefochtenen Entscheidung zutreffend dargelegt hat.

Denn jedenfalls kommt eine noch weitere Reduzierung des individuellen Risikofaktors nicht in Betracht.

Das individuelle beta der ricardo.de AG war nicht anzusetzen; es gibt keinen Anlass zu Zweifeln an der Aussage der beteiligten Wirtschaftsprüfer ( S. 78, S. 28), wonach dieser Wert kein hinreichendes Bestimmtheitsmaß  $R^2$  erreicht habe, zumal aus zahlreichen Spruchverfahren gerichtskundig ist, dass der sog. T-Wert strukturell bedingt in Verfahren nach einem squeeze-out regelmäßig nicht den für eine stochastisch verlässliche Aussage relevanten Betrag erreichen kann.

Damit bleibt innerhalb des capm nur noch der peer-group-Ansatz. Dabei ist bei Erstellung des Übertragungsberichts offenbar eine Auswahl unter Rückgriff auf die Industrieklassifikationsstandards der Fa. Bloomberg erfolgt, worin grundsätzlich ein geeignetes Verfahren zu sehen ist (Dörschell/Franken/Schulte, aaO., S. 218).

Zwar ist nicht zu verkennen, dass die peer group im Wesentlichen aus in den USA ansässigen Unternehmen besteht und etwa mit ebay Inc. auch um mehrere Größenklassen umsatzstärkere Firmen enthält; gleichwohl ist die Zusammensetzung der Gruppe plausibel – Basiskriterium für die Zusammensetzung der Vergleichsgruppe muss die Vergleichbarkeit der betriebenen Geschäfte sein (Dörschell/Franken/Schulte, aaO., S. 221), dies aber ist gewahrt, da alle zehn Unternehmen Leistungen internetbasiert vertreiben.

Gerade bei dieser Branche ist der Sitz des Unternehmens – solange er sich in einem der Schweiz vergleichbaren Industrieland befindet – von eher zweitrangiger Bedeutung. Schließlich ist auch die Einbeziehung der weit umsatzstärkeren ebay Inc. geradezu geboten, da es sich bei dieser um den einzigen (im engeren Sinne) „Konkurrenten“ der ricardo.ch AG handelt.

Schließlich spricht für die angemessene Zusammensetzung der peer group, dass der Median-Wert des beta bei 1,1 und damit nicht nur in der Nähe des innerhalb des capm mit ei-

ner gewissen Wahrscheinlichkeit zu erwartenden Normalwerts, sondern auch zwischen den für Unternehmen im Bereich „Software & Services“ sowie sonstiger Firmen der Richtung „Information Technology“ ermittelten 5-Jahres-Durchschnitts-betas liegt (vgl. (Dörschell/Franken/Schulte, Kapitalkosten 2010 für die Unternehmensbewertung, 2010, S. 258 und 273).

d) Der Wachstumsabschlag von 2% schließlich unterliegt keinen Zweifeln, der Senat nimmt insoweit auf die zutreffenden Ausführungen des Landgerichts (S. 31 des angefochtenen Beschlusses), insbesondere zur Festsetzung dieses Wertes im Hinblick auf künftig erwartete Inflationsraten, Bezug.

8. Damit ergibt sich der – vom Landgericht zutreffend errechnete und von den Beschwerdeführern insoweit auch nicht angegriffene – Ertragswert von € 11,97 je Aktie, der somit unter dem im Übertragungsbeschluss festgesetzten Betrag liegt.

Auch aus der Marktkapitalisierung der ricardo.de AG ergibt sich keine höhere Abfindung: Unstreitig hat die Gesellschaft die Abfindung nach dem Drei-Monats-Durchschnittskurs vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme bemessen – seit der Entscheidung des BGH vom 19.07.2010 (BGH II ZB 18/09) ist geklärt, dass es sich hierbei um die zutreffend gewählte Referenzperiode handelt.

Dass die Aktie im Jahre 1999 zu € 28 platziert worden war, sodann noch weit gestiegen und später drastisch verfallen ist, ist entgegen der Auffassung der Antragsteller zu 1 und 16 - 20 vollkommen ohne Belang: Dieser für eine vor Platzen der dot.com-Blase und vor 9/11 eingeführte Aktie dieses Marktsegments geradezu typische Verlauf der Kurse sagt nichts über den inhärenten Wert des Unternehmens zum Stichtag aus.

9. Damit bleiben die Beschwerden in der Sache ohne Erfolg, die Abfindung ist zu Recht auf € 14,10 je Aktie festgesetzt worden.

Die Kostenentscheidung beruht hinsichtlich der Gerichtskosten auf § 15 Abs. 2 S. 2 SpruchG, hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin auf § 84 FamFG: Der Senat hält an seiner ständigen Rechtsprechung fest, wonach zum einen § 84 FamFG (bzw. bislang § 13a FGG) hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten einer Beschwerde nach dem SpruchG anwendbar ist und zudem nach der grundsätzlichen Wertung dieser Norm,

die einem ganz allgemeinen Prinzip des deutschen Prozessrechts folgt, bei einem erfolglosen Rechtsmittel die Billigkeit für die Belastung der Beschwerdeführer auch mit den Gerichtskosten spricht. Dies muss jedenfalls gelten, wenn – wie vorliegend – die Beschwerdeführer mit ihren Beschwerdebegründungen (wenn überhaupt) schlicht das Vorbringen erster Instanz wiederholen und gegen die angefochtene, schlüssig begründete Entscheidung keine weitergehenden Gründe vorbringen.

Die Kosten des Gemeinsamen Vertreters sind gem. § 6 Abs. 2 S. 1 SpruchG von der Antragsgegnerin zu tragen.

Die Festsetzung der Gegenstandswerte beruht auf §§ 15 Abs. 2 S. 2, 6 Abs. 2 S. 3 SpruchG und 31 RVG.