



S U S A T

SUSAT & PARTNER OHG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Hamburg, 07. April 2008

- 17997/H -

Bericht

über die Prüfung der

Angemessenheit der Barabfindung

für die beabsichtigte Übertragung der Aktien
der Minderheitsaktionäre der

ricardo.de Aktiengesellschaft, Hamburg,

auf die

Tradus Limited, London/Großbritannien,

gemäß § 327a AktG

Inhaltsverzeichnis

	Seite
A. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
B. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung.....	4
I. Prüfungsgegenstand.....	4
II. Bericht über die festgelegte Abfindung.....	4
III. Prüfungsbericht und Beststellungsbeschluss.....	5
IV. Methoden zur Ermittlung der Barabfindung.....	6
V. Art und Umfang der Prüfung	8
VI. Prüfungsfeststellungen.....	11
1. Grundlage der Festlegung der Barabfindung durch den Hauptaktionär.....	11
2. Prüfung der Ableitung des Ertragswerts der ricardo.de	12
2.1. Ertragswertmethode.....	12
2.2. Beteiligungen.....	13
2.3. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen.....	13
2.4. Phasenmethode.....	13
2.5. Planungsrechnungen.....	14
2.6. Ergänzung der Planung durch PwC um Zinsen und Steuern sowie weitere Anpassungen	22
2.7. Ewige Rente	23
2.8. Ausschüttungsquote	24
2.9. Persönliche Steuern.....	24
2.10. Kapitalisierungszins	26
2.11. Aufzinsung.....	29
3. Ermittlung des Ertragswerts der ricardo.de auf Basis eines eigenständigen Bewertungsmodells.....	29
4. Weiterführende Sensitivitätsanalyse.....	32
5. Alternative Bewertungsmethoden.....	33
5.1. Liquidationswertberechnung	33
5.2. Bewertung unter der Annahme einer Teilzerschlagung.....	34
5.3. Bewertung auf Basis des Multiplikatorverfahrens.....	36
6. Zusammenfassendes Ergebnis der Prüfung.....	36
7. Festgelegte Barabfindung	37

C. Prüfungsergebnis und Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten
Barabfindung 38

Anlagen

Anlage

Bestellungsbeschluss 1

Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer
und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2002 2

A. Auftrag und Auftragsdurchführung

Die

Tradus Limited, London/Großbritannien,
(vormals firmierend als Tradus plc, London, bzw.
QXL ricardo plc, London)

- nachstehend als „Tradus“ bzw. „Hauptaktionär“ bezeichnet -

als Hauptaktionär der

ricardo.de Aktiengesellschaft, Hamburg,

- nachstehend als „ricardo.de“ oder „Gesellschaft“ bezeichnet -

beabsichtigt, auf der außerordentlichen Hauptversammlung der ricardo.de am 27. Mai 2008 gemäß § 327a Abs. 1 AktG den Beschluss zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf Tradus als Hauptaktionärin herbeizuführen.

Nach § 327a Abs. 1 AktG kann die Hauptversammlung auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von mindestens 95 vom Hundert des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

Gemäß § 327b Abs. 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest. Die Barabfindung muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen.

Mit Beschluss vom 28. September 2007 hat das Landgericht Hamburg, Kammer 017 für Handelssachen, die Susat & Partner OHG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hamburg, vertreten durch Dr. Peter Bartels, zum sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung für den beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre der ricardo.de gemäß § 327c Abs. 2 S. 3 AktG bestellt („Bestellung“; vgl. Beschluss in Anlage 1).

Die Prüfung haben wir in Anwendung des § 327c AktG sowie sinngemäß der §§ 293c, d, e AktG im Wesentlichen in den Monaten Januar bis März 2008 in den Räumen der PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hamburg, (nachstehend als „PwC“ bezeichnet) sowie in unserem Büro in Hamburg durchgeführt. Prüfungsgegenstand war nach § 327c AktG die Angemessenheit der Barabfindung, welche Tradus als Hauptaktionär der ricardo.de festgelegt hat. Zur Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen (ggf. als Kopie) vorgelegen:

- Berichte über die Prüfung des Konzernabschlusses der ricardo.de für die Geschäftsjahre 2003/04 bis 2006/07
- Berichte über die Prüfung des Jahresabschlusses der ricardo.de für die Geschäftsjahre 2002/03 bis 2006/07
- Jahresabschlüsse mit Bestätigungsvermerk der ricardo.ch AG, Zug/Schweiz (nachfolgend auch als „ricardo.ch“ bezeichnet) für die Geschäftsjahre 2002/03 bis 2006/07
- Planungsrechnungen der ricardo.de für den Detailplanungszeitraum 2008/09 bis 2010/11 und für den Fortschreibungszeitraum 2011/12 bis 2015/16
- Aktuelle Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2007/08
- Entwurf des Übertragungsberichts des Hauptaktionärs vom 1. April 2008
- Gutachtliche Stellungnahme der PwC zur angemessenen Barabfindung ausscheidender Aktionäre der ricardo.de vom 2. April 2008
- Auszüge aus den Arbeitspapieren von PwC
- Excel-Datei mit Wertekopien des Bewertungsmodells von PwC

Bei der Auftragsdurchführung haben wir in sinngemäßer Anwendung die Stellungnahme HFA 6/1988 "Zur Verschmelzungsprüfung nach § 340b Abs. 4 AktG (a.F.)" berücksichtigt und den Standard S 1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" in der Fassung vom 18. Oktober 2005 bzw. die Neufassung dieses Standards in der Entwurfsfassung vom 5. September 2007 (nachstehend gemeinsam als „IDW ES 1“ bezeichnet) beachtet.

Alle von uns erbetenen Informationen und Nachweise wurden uns vom Vorstand der ricardo.de, dem Vorstand der ricardo.ch. AG, dem Board of Directors der Tradus sowie den von

ihnen benannten Personen bereitwillig erteilt. Die Vollständigkeit und Richtigkeit der erteilten Auskünfte und der vorgelegten Unterlagen wurden uns in einer Vollständigkeitserklärung des Vorstands der ricardo.de bestätigt. Unsere Prüfungsergebnisse beruhen auf der Prüfung von Unterlagen der ricardo.de, der Befragung der mit den Unternehmensplanungen befassten Mitarbeiter sowie auf den Auskünften und Arbeitsunterlagen von PwC, die im Auftrag des Hauptaktionärs als sachverständiger Berater tätig gewesen ist.

Art und Umfang unserer Prüfungshandlungen haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten. Die wesentlichen Prüfungsschritte sind in Abschnitt B.V. „Art und Umfang der Prüfung“ sowie in der Darstellung unserer Prüfungsfeststellungen in Abschnitt B.VI. „Prüfungsfeststellungen“ erläutert.

Über das Ergebnis unserer Prüfung erstatten wir in sinngemäßer Anwendung des § 293e AktG und unter Hinweis auf die als Anlage 2 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2002 nach § 327c Abs. 2 AktG den folgenden Bericht.

B. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

I. Prüfungsgegenstand

Gegenstand unserer Prüfung ist gemäß § 327c Abs. 2 AktG die Angemessenheit der vom Hauptaktionär festgelegten Barabfindung.

Daher haben wir geprüft, ob die von Tradus festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Gesellschaft als angemessen anzusehen ist. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere des Vorliegens der Voraussetzungen der Übertragung und der steuerlichen Auswirkungen, haben wir nicht vorgenommen.

Der Hauptfachausschuss beim Institut der Wirtschaftsprüfer (HFA) hat in einer Stellungnahme zur Verschmelzungsprüfung (6/1988) für die bis zum 31. Dezember 1994 geltenden Regeln des § 340b Abs. 4 AktG (a.F.) wesentliche Grundsätze zur Abgrenzung der Aufgabenstellung zwischen Vorstand und Verschmelzungsprüfer und insbesondere dazu festgelegt, nach welchen Methoden die Angemessenheit zu ermitteln ist. Die in HFA 6/1988 getroffenen Empfehlungen sind auch für die Abfindungsprüfung gemäß § 327c AktG i.V.m. § 293e AktG anwendbar. Wir legen sie daher neben den in der Bestellung gegebenen Hinweisen des Landgerichts Hamburg unserer Prüfung zugrunde.

II. Bericht über die festgelegte Abfindung

Gemäß § 327c Abs. 2 AktG hat der Hauptaktionär der Hauptversammlung der Aktiengesellschaft einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.

Soweit der Bericht die festgelegte Barabfindung und deren Ermittlung erläutert und begründet, können diese Ausführungen im Rahmen der Prüfung der Angemessenheit herangezogen werden. Der Bericht des Hauptaktionärs ist aber nicht Gegenstand der Prüfung.

III. Prüfungsbericht und Bestellungsbeschluss

Wir haben als Abfindungsprüfer über das Ergebnis unserer Prüfung in sinngemäßer Anwendung des § 293e AktG schriftlich an die Gesellschaft und die Aktionäre zu berichten. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist. Im Bericht ist dabei anzugeben,

- nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist;
- aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist;
- welche Abfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt wurden, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der festgelegten Abfindung und der ihr zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.

Bei der Berichterstattung berücksichtigen wir ferner die uns im Bestellungsbeschluss des Landgerichts Hamburg aufgegebenen Hinweise. Danach haben wir als Prüfer eine eigene Bewertung vorzunehmen. Hintergrund ist das Ziel des Gerichts, unseren Prüfungsbericht in dem sich eventuell anschließenden Spruchverfahren zu verwerten und ohne weitere Begutachtung auszukommen. Sollte eine Bewertung nach dem Standard IDW ES 1 vorgenommen werden, sind nach den Vorgaben des Gerichts ausschließlich solche Parameter heranzuziehen, die öffentlich zugänglich sind und deren Verwendung für jedermann nachvollziehbar ist. Zusätzlich ist eine Bewertung nach einem weiteren Bewertungsmodus überschlägig darzustellen, sofern die Begutachtung unter Zugrundelegung des Standards IDW ES 1 erfolgt.

Entsprechend haben wir parallel zum Bewertungsgutachter PwC ein eigenes Bewertungsmodell unter Berücksichtigung der gerichtlichen Hinweise nach den Grundsätzen des IDW ES 1 entwickelt. Auf die Ergebnisse unserer eigenständigen Bewertung werden wir in Abschnitt B.VI.3. näher eingehen. Für die überschlägige Bewertung nach einem weiteren Bewertungsmodus haben wir auf das vereinfachte Multiplikatorverfahren abgestellt, das mittels geeigneter Multiplikatoren auf Basis von Kapitalmarktdaten vergleichbarer Unternehmen

den Markt- bzw. Unternehmenswert bestimmt. Unsere Ergebnisse sind in Abschnitt B.VI.5.3 dargestellt.

Ferner wurde uns aufgegeben, unsere Prüfung insbesondere auch auf die Frage zu erstrecken, ob ein Verkauf der Firma in Teilen einen über dem Ertragswert liegenden Erlös ergeben würde, welchen Wert die Substanz der Vermögenswerte hat und welcher Erlös bei einer Liquidation erzielt werden könnte. Die Ergebnisse unserer Analysen und Berechnungen legen wir in den Abschnitten B.VI.5.1 und B.VI.5.2 dar.

Unser Prüfungsbericht hat die Funktion, die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung unter den oben genannten Grundsätzen darzustellen; detaillierte Zahlen zur Wertermittlung werden daher insoweit nicht noch einmal wiedergegeben, wie sie auch aus dem Bericht des Hauptaktionärs entnommen werden können.

IV. Methoden zur Ermittlung der Barabfindung

Nach § 327b Abs. 1 AktG muss die angemessene Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Aktienübertragung berücksichtigen. Daher ist im vorliegenden Fall der 27. Mai 2008 als geplanter Termin der Hauptversammlung als Bewertungsstichtag zugrunde gelegt worden. Angemessen ist eine Abfindung zum vollen Wert des Anteils am Unternehmen. Der Ausscheidende soll das erhalten, was seine gesellschaftliche Beteiligung am inneren Wert des arbeitenden Unternehmens in seiner Gesamtheit wert ist (BVerfGE 14, 263, 284 vom 7. August 1962 sowie BVerfGE 100, 289ff. vom 27. April 1999).

Sollten sich zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 7. April 2008 und dem Tag der Hauptversammlung wesentliche Veränderungen ergeben, die die Planungsrechnung oder die dieser und der Bewertung zugrunde liegenden Annahmen betreffen, so wären diese nachträglich zu berücksichtigen.

Eine rechtlich vorgeschriebene Methode für die Bewertung von Unternehmen gibt es nicht. Grundsätzlich sind die von der Betriebswirtschaftslehre und dem Berufsstand der Wirtschaftsprüfer als richtig anerkannten und auch von der Rechtsprechung akzeptierten Bewertungsregeln anzuwenden. Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich danach als Barwert der zukünftig erwarteten ausschüttungsfähigen Überschüsse, wobei die Unternehmenssubstanz erhalten bleiben muss. Dem Wert des betriebsnotwendigen Vermögens ist der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzufügen, sofern solches vorhanden ist. Dementsprechend wurde die Ermittlung des Unternehmenswerts nach der im IDW ES 1 niedergelegten Ertragswertmethode durchgeführt.

Als dem Ertragswertverfahren gleichgestellte Alternative kann nach den Regelungen des IDW ES 1 auch ein Discounted Cashflow (DCF)-Verfahren zum Einsatz kommen. DCF-Verfahren basieren auf der gleichen theoretischen Grundlage wie das Ertragswertverfahren. In beiden Fällen wird der Barwert zukünftiger finanzieller Überschüsse ermittelt. DCF-Verfahren und Ertragswertverfahren führen daher bei übereinstimmenden Prämissen zum gleichen Ergebnis.

Unter bestimmten Voraussetzungen stellt die Bewertung der zum Bewertungsstichtag vorhandenen betrieblichen Substanz gegenüber der an zukünftigen Zahlungsströmen orientierten Vorgehensweise eines DCF- oder Ertragswertverfahrens ein sachgerechtes Verfahren der Wertermittlung eines Unternehmens dar. In Frage kommt dabei die Ermittlung eines Substanzwerts und eines Liquidationswerts.

Eine Bewertung der Unternehmenssubstanz unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führt zum so genannten „Rekonstruktionswert“ des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen nicht vollständig erfassbaren und zu bewertenden immateriellen Werte (z.B. Kundenstamm, Wert der Organisation, Stellung im Markt) nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat nur in wenigen Ausnahmefällen einen selbstständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwerts eines fortzuführenden Unternehmens (z.B. wenn die beste alternative Kapitalverwendung der Unternehmensnachbau wäre).

Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung insgesamt als vorteilhafter, die einzelnen Vermögensgegenstände des Unternehmens gesondert zu verkaufen, ist die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse, der Liquidationswert, zu berücksichtigen.

Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (Beschluss vom 27. April 1999, BVerfGE 100, 289ff.) darf die volle Entschädigung für außenstehende oder ausgeschiedene Aktionäre bei Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags oder im Fall einer Eingliederung nicht unter dem Verkehrswert der Aktien liegen, welcher bei börsennotierten Unternehmen unter Berücksichtigung des Börsenkurses zu ermitteln ist. Angesichts der Vergleichbarkeit der Regelungen des § 327b Abs. 1 AktG mit denen des § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG wurde die Rechtsprechung des BVerfG auf die Rechtsprechung zur Bemessung der Barabfindung im Fall des Squeeze-out gemäß § 327a AktG übertragen.

Der Börsenkurs ist jedoch nicht allein maßgeblich. Eine Ausnahme von dieser Maßgeblichkeit besteht insbesondere dann, wenn die Aktien der betreffenden Gesellschaft nur in geringem Umfang an der Börse gehandelt werden und der Börsenkurs daher nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Ferner kann der innere Wert der betreffenden Gesellschaft auch oberhalb des Börsenkurses liegen. Entsprechend ist parallel zur Ermittlung des Börsenkurses der Wert des Unternehmens durch eine Unternehmensbewertung zu bestimmen.

V. Art und Umfang der Prüfung

Zur Festlegung der Barabfindung hat Tradus PwC beauftragt, eine gutachtliche Stellungnahme zur angemessenen Barabfindung ausscheidender Aktionäre der ricardo.de abzugeben.

Im Rahmen ihrer gutachtlichen Stellungnahme hat PwC eine Bewertung der ricardo.de einschließlich ihrer Tochtergesellschaften unter Anwendung des IDW ES 1 nach dem Ertragswertverfahren vorgenommen. Ergänzend wurden eine vergleichende Marktbewertung sowie eine überschlägige Liquidationswertermittlung durchgeführt. Zur Ableitung der angemesse-

nen Barabfindung wurde ferner der durchschnittliche Börsenkurs über einen Zeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe des beabsichtigten Squeeze-out analysiert.

Wesentliche Grundlage für unsere Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung war einerseits die Ertragswertberechnung. Wir haben geprüft, ob die Unternehmensbewertung sachgerecht und nach anerkannten Methoden erfolgt ist. Grundlage hierfür war, wie vom Landgericht Hamburg in der Bestellung gefordert, ein eigenes Modell zur Bewertung der Gesellschaft. Der Bewertung wurde unter Zugrundelegung des Standards IDW ES 1 vorgenommen. Andererseits haben wir analysiert, inwiefern der Börsenkurs als Untergrenze der angemessenen Barabfindung zu berücksichtigen ist.

Ausgangspunkt unserer Prüfung war ein Gespräch mit Vertretern von PwC. Dabei wurden uns die grundsätzliche Planungsmethodik, das Vorgehen bei der Bewertung, die im Zuge der Bewertung durchgeführten Anpassungen der Planungsrechnung und die wesentlichen Bewertungsprämissen erläutert. Wir haben zudem die Planungsrechnungen der Gesellschaft sowie Wertekopien des Bewertungsmodells erhalten. Die sich daraus ergebenden Fragen zur Planungsrechnung und zur Bewertung wurden uns von Vertretern der ricardo.de und der wesentlichen Tochtergesellschaft ricardo.ch AG sowie von PwC in weiteren Gesprächen beantwortet.

Den Schwerpunkt unserer Prüfung haben wir darauf gelegt festzustellen,

- ob die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte gesellschaftseigene Planungsrechnung inklusive der vorgenommenen Anpassungen in angemessener Weise das wirtschaftliche und finanzielle Potenzial des Unternehmens widerspiegelt,
- ob das nachhaltig zu erwartende Ergebnis nachvollziehbar abgeleitet und in Anbetracht der Geschäftsentwicklung plausibel ist,
- ob der Kapitalisierungszinssatz fachgerecht und plausibel abgeleitet wurde.

Wir haben die Systematik, Konsistenz und rechnerische Richtigkeit der Planungsrechnungen geprüft und uns von der Plausibilität der Planungsrechnung überzeugt. Weiterhin haben wir

geprüft, ob die vorgenommenen Anpassungen der Planungsrechnung in nachvollziehbarer und begründeter Weise durchgeführt wurden.

Gemäß Bestellungsbeschluss des Landgerichts Hamburg sind wir gehalten, auf Basis eines eigenen Bewertungsmodells eine Aussage zur Angemessenheit der angebotenen Abfindung abzuleiten. Grundlage unseres Modells bilden die uns zur Verfügung gestellten Planungsrechnungen sowie die Wertekopien der PwC-Bewertung. Dieses von uns eigenständig abgeleitete Bewertungsmodell liegt den im Folgenden getroffenen Aussagen zur Auswirkung von variierten Bewertungsparametern zugrunde.

In einem weiteren Schritt haben wir auf Basis unseres Bewertungsmodells eine Sensitivitätsanalyse mit dem Ziel durchgeführt, das maximal mögliche Niveau einer Plananpassung¹ aufzuzeigen, ohne die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung in Frage zu stellen. Diese Maximalanpassung ist dabei als eine einseitig zugunsten der Minderheitsaktionäre eingenommene Sichtweise zu interpretieren und soll lediglich Veranschaulichungszwecken dienen.

Das Ergebnis der Ertragswertberechnung haben wir mit Hilfe einer vereinfachten überschlägigen Bewertung anhand von Multiplikatoren plausibilisiert.

Ferner haben wir überprüft, ob der Substanz- bzw. Liquidationswert als Wert bestimmende Untergrenze der Barabfindung heranzuziehen ist.

Zur Berücksichtigung der Börsenkurse haben wir die Kursentwicklung der Aktien der ricardo.de in den Monaten vor der Prüfung ermittelt und dem Ertragswert pro Aktie gegenüber gestellt.

¹ Unter Berücksichtigung der vorgenommenen Parameteranpassungen.

VI. Prüfungsfeststellungen

Als Ergebnis unserer nach berufsüblichen Grundsätzen durchgeführten Prüfung ergeben sich die nachfolgend aufgeführten Prüfungsfeststellungen. Weitere Einzelheiten zum methodischen Vorgehen bei der Bewertung und zur Ermittlung der Beträge sind im Bericht des Hauptaktionärs über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der ricardo.de dargestellt.

1. Grundlage der Festlegung der Barabfindung durch den Hauptaktionär

Die festgelegte Barabfindung von € 14,10 pro Aktie wurde auf Basis des durchschnittlichen **Börsenkurses** in einem Zeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe des Squeeze-out-Verlangens (18. September 2007) ermittelt. Wir schließen uns der im PwC-Gutachten dargelegten Auffassung an, dass es sachgerecht ist, den Referenzzeitraum mit der Bekanntgabe der beabsichtigten Strukturmaßnahme - und nicht mit dem Tag der Hauptversammlung - enden zu lassen.

Der so ermittelte Börsenkurs war im vorliegenden Fall als relevante Wertuntergrenze zu berücksichtigen, da dieser den von PwC ermittelten Ertragswert der ricardo.de deutlich übersteigt. Die Analyse des Bewertungsgutachters, inwieweit der Börsenkurs im vorliegenden Fall überhaupt als Maßstab für den Verkehrswert der Aktien angesehen werden kann, hat ergeben, dass mit Ausnahme des geringen Streubesitzes im betrachteten Referenzzeitraum keine weiteren Anzeichen einer Kurs verzerrenden Marktengelage vorliegen. Entsprechend ist nach höchstrichterlicher Rechtssprechung von einer Relevanz des Börsenkurses für die Bestimmung der angemessenen Barabfindung auszugehen.

Bzgl. der Festlegung des Referenzzeitraums ist ergänzend anzumerken, dass das Ergebnis der Analyse von einer Variation des Betrachtungszeitraums nicht wesentlich beeinflusst wird. Auch unter Zugrundelegung eines Referenzzeitraums nach Ankündigung der Maßnahme wird die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung nicht überschritten. So beträgt der auf Basis von Bloomberg-Daten ermittelte umsatzgewichtete durchschnittliche 3-Monats-Börsenkurs am 4. April 2008 € 12,93 pro Aktie.

2. Prüfung der Ableitung des Ertragswerts der ricardo.de

In den nachfolgenden Abschnitten ist die Prüfung der Ableitung des **Ertragswerts** der ricardo.de dargelegt. Im Hinblick auf die hohe Wertabweichung zwischen dem von PwC ermittelten Ertragswert (€ 9,28 je Aktie) und dem für die Barabfindung als relevant angesehenen durchschnittlichen Börsenkurs (€ 14,10 je Aktie) galt unser besonderes Augenmerk dabei der Frage, ob realistischerweise Szenarien vorstellbar sind, welche dazu führen, dass der Ertragswert die angebotene Barabfindung übersteigt. Vor diesem Hintergrund haben wir die Prämissen und Annahmen, die der Ertragswertableitung zugrunde liegen, einer kritischen Analyse unterzogen und in Fällen, in denen aus unserer Sicht eine alternative Vorgehensweise vertretbar wäre bzw. unter bewertungstechnischen Gesichtspunkten im Rahmen einer Bandbreite möglicher Alternativen dem üblicherweise von uns gewählten Bewertungsvorgehen entspricht, die Auswirkungen auf den Unternehmenswert der ricardo.de mit Hilfe unseres eigenen Bewertungsmodells abgeschätzt. Die kumulierten Effekte aus unseren alternativen Überlegungen haben wir in Abschnitt B.VI.3. zusammenfassend dargestellt. Da sich auf Basis unserer Berechnungen zeigte, dass auch bei einseitig zugunsten der Minderheitsaktionäre gesetzten Annahmen der Ertragswert die angebotene Barabfindung nicht übersteigt, haben wir darauf verzichtet, mit dem Vorstand der ricardo.de bzw. der ricardo.ch sowie PwC abschließend zu diskutieren, ob in Einzelfällen den von uns gesetzten Annahmen oder den in der PwC-Bewertung gesetzten Annahmen der Vorzug zu geben ist.

Die Ergebnisse unserer Prüfung werden in den nachfolgenden Abschnitten dargelegt.

2.1. Ertragswertmethode

Die Ermittlung des Unternehmenswerts wurde nach der im IDW-Standard ES 1 niedergelegten Ertragswertmethode durchgeführt. Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich danach als Barwert der erwarteten zukünftigen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner zuzüglich des Werts des nicht betriebsnotwendigen Vermögens. Dabei werden auch die Einflüsse der Tochtergesellschaften und der Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht, auf die Überschüsse und den inneren Wert des bewerteten Unternehmens berücksichtigt. Die Anwendung dieser Methode ist sachgerecht, da es sich um eine nach herrschender Meinung in der Betriebswirtschaftslehre und im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer anerkannte Methode handelt, die sich auch in der Rechtsprechung zur üblichen Praxis entwickelt hat.

Die Ertragswertmethode ist bei der Ermittlung der Barabfindung sachgerecht angewandt worden.

2.2. Beteiligungen

Die Überschüsse der wesentlichen Beteiligung ricardo.ch wurden im Beteiligungsergebnis der ricardo.de berücksichtigt. Für ricardo.ch lag eine eigene Planungsrechnung in Landeswährung vor, die einer detaillierten Analyse unterzogen wurde. Die Ergebnisse unserer Plausibilitätsprüfung der Planungsrechnung sind in Abschnitt B.VI.2.5. dargelegt. Alle weiteren Tochtergesellschaften der ricardo.de sind nicht operativ tätig und wurden vereinfachend mit dem jeweils höheren Wert aus Beteiligungsbuchwert und Eigenkapital als Sonderwert dem Ertragswert der ricardo.de zugeschlagen. Der Wertbeitrag der Beteiligungen wurde sachgerecht abgeleitet. Die dargelegte Vorgehensweise ist - bezogen auf die Ermittlung des Sonderwerts der nicht operativ tätigen Gesellschaften - als vorteilhaft für die Minderheitsaktionäre einzustufen.

2.3. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen wurde bei der ricardo.de nicht festgestellt.

2.4. Phasenmethode

Der Ertragswert wurde aus den Zukunftserträgen auf Basis der so genannten "Phasenmethode" ermittelt. Wir haben uns davon überzeugt, dass diese Methode sachgerecht angewandt wurde. Dabei umfasst Phase I einen Detailplanungszeitraum von drei Jahren bis zum Planjahr 2010/11 und einen Fortschreibungszeitraum von weiteren fünf Jahren bis zum Jahr 2015/16. Hintergrund der Fortschreibung des Detailplanungszeitraums sind die im relevanten Marktsegment beobachteten bzw. prognostizierten Wachstumserwartungen, die zwar bereits in der Vergangenheit eine abnehmende Dynamik erkennen lassen, bis zum Jahr 2011 aber immer noch von einem zweistelligen Wachstum ausgehen. Um diese auch nach dem Detailplanungszeitraum erwarteten - im Vergleich zu anderen Märkten überproportionalen - Wachstumsaussichten abzubilden, halten wir die Verlängerung des Planungszeitraums für sachgerecht. Darüber hinaus ist die in der jüngsten Vergangenheit erzielte und in den ersten drei Planjahren erwartete Margensituation der ricardo.ch durch die angespannte Wettbewerbssituation auf dem Schweizer Markt gekennzeichnet, so dass wir die Erweiterung des

Planungszeitraums auch vor dem Hintergrund der Abbildung einer nachhaltig zu erwartenden normalisierten EBIT-Marge als sachgerecht einschätzen. Wir haben darüber hinaus analysiert, welcher nachhaltige Wachstumsabschlag implizit anzusetzen ist, wenn in der Bewertung - um zum gleichen Ertragswert wie im Fall der Erweiterung des Planungshorizonts zu gelangen - lediglich der Detailplanungszeitraum bis 2010/11 mit einer sich daran anschließenden ewigen Rente ab 2011/12 ff. zugrunde gelegt worden wäre. Danach ergibt sich ein nachhaltiges Ergebniswachstum von mehr als 5%.

Die Erweiterung des Planungshorizonts zur Abbildung überproportionaler Ergebniszuwächse im Anschluss an den Detailplanungszeitraum führt zu einer Erhöhung des Unternehmenswerts und ist vor dem Hintergrund der oben dargelegten Argumente sachgerecht.

2.5. Planungsrechnungen

Der Schätzung der Zukunftserträge liegen **Planungsrechnungen** der ricardo.de und der ricardo.ch für den die Planjahre 2008/2009 bis 2010/11 umfassenden Detailplanungszeitraum sowie für den sich anschließenden Fortschreibungszeitraum bis 2015/16 zugrunde. Die Planungsdaten wurden fachgerecht in das Bewertungsmodell übertragen. Nach dem Ergebnis unserer Prüfung sind die Planungsrechnungen vom Bewertungsgutachter auf Plausibilität und Nachvollziehbarkeit untersucht worden. Dabei wurde auf eine eingehende Plausibilisierung der **Planungsrechnung der ricardo.de** mit Blick auf deren untergeordnete Bedeutung weitgehend verzichtet. Die geplanten Ergebnisbeiträge (ohne Berücksichtigung von Lizenz- und Beteiligungserträgen der ricardo.ch) liegen im gesamten Planungszeitraum konstant auf annähernd gleichem Niveau wie in der Vergangenheit und sind vor diesem Hintergrund nicht zu beanstanden.

Die **Planungsrechnung der ricardo.ch** wurde einerseits im Verhältnis zu den Ergebnissen der Vergangenheit und andererseits vor dem Hintergrund der speziellen Markt- und Wettbewerbsposition der ricardo.ch analysiert.

2.5.1. Umsatzerlöse

Die Planung der **Umsätze** wurde auf Basis eines detaillierten Preis- und Mengengerüsts dezidiert und rechnerisch korrekt abgeleitet. Planerisch resultiert die über den Planungszeit-

raum vorgesehene Umsatzverdopplung im Wesentlichen aus der Steigerung der Anzahl der Angebote im Bereich Auktionen und Fixpreise. Die Preisstruktur soll weitgehend unverändert bleiben, dies erscheint insbesondere angesichts der Wettbewerbssituation (Preissenkungen bzw. Gratisleistungen) in der Schweiz mit ebay.ch und der insgesamt vergleichsweise hohen Preissensitivität angemessen. Über den Detailplanungszeitraum reduzieren sich die Wachstumsraten des Umsatzes von 37% in 2007/08, auf 33% in 2008/09, auf 25% in 2009/10 sowie auf 20% in 2010/11. Die Steigerungsraten der Umsätze sind vergleichbar bzw. liegen sogar leicht über aktuellen Analystenschätzungen zur Umsatzentwicklung von Unternehmen, die der Geschäftstätigkeit nach mit ricardo.ch vergleichbar sind. Die Abschwächung des Wachstums hat sich in der Vergangenheit bereits angekündigt. Begründet wird dies mit der mittlerweile hohen Internetpenetration und dem daher geringeren Zuwachs an neuen Internetnutzern bzw. E-Shoppern.

Die Planung impliziert eine Verdopplung des Marktvolumens in der Schweiz über den Detailplanungszeitraum. Verfügbare Marktstudien zum e-Business im Allgemeinen bestätigen, dass die Planannahme am oberen Ende der Bandbreite aus Marktprognosen liegt. In Anbetracht der dargelegten Argumente ist die Planung der Umsätze als plausibel einzuschätzen. Im Fortschreibungszeitraum wird von einem weiteren Abschmelzen der Wachstumsraten bis auf 6% im Planjahr 2015/16 ausgegangen. Durch die Erweiterung des Planungshorizonts werden die Erwartungen bzgl. des Wachstumstrends über den Detailplanungszeitraum hinaus berücksichtigt. Da davon auszugehen ist, dass mittelfristig mit einer Marktsättigung innerhalb der Branche zu rechnen ist, in deren Folge sich die überproportionalen Wachstumsraten dem allgemeinen Marktwachstum annähern werden, halten wir das Abschmelzen der Wachstumsraten im Fortschreibungszeitraum für angemessen.

2.5.2. Aufwandsplanung

Die gesellschaftseigene Planung der Aufwandspositionen geht grundsätzlich davon aus, dass aufgrund der spezifischen Konkurrenzsituation zwischen ricardo.ch und ebay.ch Skaleneffekte nur in geringem Ausmaß zu realisieren sind. Entsprechend entwickeln sich die Kostenquoten weitgehend proportional zum Umsatz.

Im Folgenden gehen wir auf die einzelnen Aufwandspositionen näher ein:

Personalaufwand

Der Personalaufwand wurde detailliert unter Berücksichtigung der geplanten Entwicklung der Mitarbeiteranzahl sowie des durchschnittlichen Gehalts pro Mitarbeiter abgeleitet. Insgesamt soll der Personalaufwand im Vergleich zum Umsatz leicht unterproportional steigen. Der Anstieg resultiert im Wesentlichen aus der geplanten Ausweitung der Belegschaft, für die bis zum Jahr 2010/11 in etwa eine Verdopplung unterstellt wird. Die Neueinstellungen betreffen insbesondere die Bereiche Customer Care und Marketing und sind vor dem Hintergrund der geplanten Geschäftsausweitung sowie der Sicherung der Marktanteile gegenüber dem Hauptkonkurrenten ebay nachvollziehbar. Der Anstieg der Personalaufwendungen je Mitarbeiter beläuft sich in den Planjahren bis 2010/11 auf durchschnittlich 3% p.a. und ist grundsätzlich nicht zu beanstanden. Im Fortschreibungszeitraum werden die Personalkosten pauschal unter Berücksichtigung von Skaleneffekten geplant. Entsprechend sinkt die Personalaufwandsquote von 26,8% in 2010/11 auf 21,4% im Jahr 2015/16. Die Annahme von Skaleneffekten stellt nach unserer Einschätzung insbesondere angesichts des starken Ausbaus der Mitarbeiteranzahl im Detailplanungszeitraum eine plausible Annahme dar.

Marketingaufwendungen

Die Marketingaufwendungen stellen den größten Kostenblock der GuV dar. In der Vergangenheit sind die Marketingaufwendungen bezogen auf die Nettoumsätze kontinuierlich gestiegen und liegen seit 2004/05 im Durchschnitt deutlich über 30% des Umsatzes. Ausgehend von einer erwarteten Aufwandsquote von 36% im Geschäftsjahr 2007/2008 soll die Quote über den Planungszeitraum bis auf 34,8% reduziert werden. Die geplante Reduktion ist nach Angaben der Gesellschaft auf die zusehends etablierte Marke und auf ein effizienteres Marketing zurückzuführen. Dennoch sind die permanente Bewerbung der Marke ricardo.ch und ihrer neuen Produkte sowie der Wettbewerb mit ebay.ch von zentraler Bedeutung. Damit einhergehende hohe Marketingaufwendungen sind entsprechend auch zukünftig unerlässlich. Wir halten vor diesem Hintergrund die Planung des Marketingaufwands grundsätzlich für nachvollziehbar. Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass die Detailplanung des Brandmarketing Aufwendungen für eine Spezialveranstaltung im Planjahr 2010/11 in Höhe von € 2,1 Mio. berücksichtigt. Nach Auskunft der Gesellschaft sind diese Kosten noch nicht durch eine konkrete Maßnahme unterlegt, es handelt sich vielmehr um ein für eine Spezialveranstaltung reserviertes Marketingbudget. Im Fortschreibungszeitraum werden die Marke-

tingaufwendungen auf Basis des Verhältnisses der Marketingaufwendungen zur Bruttomarge im Planjahr 2010/11 fortgeschrieben, so dass in den Folgejahren analog zum Jahr 2010/11 Aufwendungen aus der Reservierung des Marketingbudgets jährlich berücksichtigt werden. Unseres Erachtens stellt diese jährliche Berücksichtigung eine eher konservative Planannahme dar, da sich eine Berücksichtigung derartiger Spezialveranstaltungen auf Basis der Detailplanung des Marketingbudgets maximal alle zwei Jahre ableiten lässt. Vor diesem Hintergrund wäre aus unserer Sicht eine Anpassung des Marketingbudgets für Spezialveranstaltungen um 50% vertretbar. Die Aufwandsquote würde sich dadurch ab dem Jahr 2010/11 entsprechend auf 32,6% reduzieren. Unter Abwägung dieser Argumente haben wir eine entsprechende Anpassung in unserem Bewertungsmodell berücksichtigt.

Aufwendungen für Managementleistungen

Die Planung der Aufwendungen für Managementleistungen betrifft die von ricardo.ch in Anspruch genommenen konzerninternen Managementleistungen durch Mitarbeiter der Tradus. Diese werden mit den Kostenerstattungen von ricardo.ch für die übrigen Gesellschaften Westeuropas für übernommene Managementaufgaben saldiert. Die Planung geht davon aus, dass sich mit zunehmender Ausweitung des Geschäftsvolumens auch das Niveau der in Anspruch genommenen Managementleistungen erhöhen wird. Entsprechend entwickeln sich die Kosten proportional zum Umsatz. Ein Vergleich mit der Vergangenheit zeigt, dass die Kostenquoten im Planungszeitraum unterhalb der durchschnittlichen Kostenquote in der Vergangenheit liegen. Wir halten sie vor diesem Hintergrund für nachvollziehbar.

Software/IT Aufwendungen

Wesentliche Position der Software/IT-Aufwendungen ist die so genannte Data Processing Charge, die ricardo.ch für die Inanspruchnahme von Serviceleistungen der Tradus zu entrichten hat. Vertragsgemäß erbringt Tradus folgende Dienstleistungen:

- Internet Auction Services: Bereitstellung einer markt- und wettbewerbsfähigen Auktionsplattform in Landessprache, die Angebote in Landeswährung entgegennehmen kann
- Billing Services: Rechnungsabwicklung in Landeswährung für interne und externe Anwender

- Other Data Processing Services bzgl. (täglich) Auswertung von Kunden- und Auktionsdaten.

Das an Tradus zu entrichtende Nutzungsentgelt bemisst sich dabei an der Entwicklung des Umsatzes bzw. der Anzahl der erfolgreich verkauften Artikel. Im Planungszeitraum ergibt sich auf Basis des Servicevertrags insgesamt eine Kostenquote bezogen auf den Nettoumsatz von ca. 18,5%. Wir haben auf Basis von Vergleichsdaten zu veröffentlichten Lizenzraten für Software analysiert, inwiefern es sich hierbei um ein zum Markt vergleichbares Niveau handelt. Im Ergebnis unserer Auswertung der Marktdaten ergibt sich eine Bandbreite vergleichbarer Lizenzgebühren zwischen 3% und 40%. Die in der Planung angesetzte Rate liegt innerhalb dieser Bandbreite, jedoch oberhalb der durchschnittlichen Lizenzrate. Dies ist nach Auskunft der Gesellschaft darauf zurückzuführen, dass es sich bei den Konzern-Weiterbelastungen nicht um eine reine Lizenzgebühr für Software, sondern um ein Nutzungsentgelt handelt, das neben der Softwarelizenzierung Kosten für weitere von Tradus erbrachte Serviceleistungen beinhaltet. Dazu gehören die Rechnungsabwicklung sowie die Auswertung von Kunden- und Auktionsdaten. Eine Gegenüberstellung der in der Vergangenheit konzernweit im Segment Westeuropa erzielten Erträge der Tradus aus der Weiterbelastung von Software-/IT Kosten und der tatsächlichen Aufwendungen hat zudem ergeben, dass Tradus in der Vergangenheit kein unangemessen hohes Nutzungsentgelt vereinnahmt hat. Nach Auskunft der Gesellschaft standen den Erträgen Aufwendungen der Tradus in annähernd gleicher Höhe gegenüber.

Insgesamt halten wir die Planung der Software/IT-Aufwendungen mit Blick auf die vertragsgemäß zu erbringenden zusätzlichen Serviceleistungen, aber auch insbesondere vor dem Hintergrund der Ergebnisse unserer Vergangenheitsanalyse, die keine unangemessene hohe Weiterverrechnung von Kosten auf Ebene der Tradus erkennen ließ, für nachvollziehbar.

Den Data Processing Charges werden **Erstattungen von IT-Aufwendungen** für die von ricardo.ch übernommene Administration der technischen Anlagen, auf denen das Hosting der Auktionssoftware erfolgt, sowie das konzernweite E-Mail-System gegenüber gestellt. Diese beinhalten im Wesentlichen sämtliche Personalkosten für IT-Mitarbeiter sowie den

Großteil der sonstigen IT-Kosten und Abschreibungen. Die Erstattungen wurden detailliert und nachvollziehbar abgeleitet.

Andere betriebliche Aufwendungen

Die Planung der anderen betrieblichen Aufwendungen sieht wie die Personalkostenplanung Skaleneffekte vor, die sich in einer Verbesserung der Kostenquote von aktuell 10,4% auf 9,0% im Planjahr 2010/11 niederschlagen. Damit setzt sich der Trend aus der Vergangenheit auch im Planungszeitraum fort. Andere betriebliche Aufwendungen umfassen im Wesentlichen Betriebsmittel, Mietaufwendungen für Büroräume, Reisekosten, IT-Kosten sowie Rechtsberatungskosten. Ein Teil dieser Kosten wird im Rahmen der IT-Aufwandsverrechnung erstattet. Die anderen betrieblichen Aufwendungen wurden grundsätzlich nachvollziehbar und plausibel abgeleitet. Bzgl. der Mietkosten und Rechtsberatungskosten ist allerdings anzumerken, dass ein aus Budgetsicht eher vorsichtiger bzw. konservativer Ansatz gewählt wurde. So werden Mietkosten - trotz des gerade erfolgten Umzugs in neue, derzeit noch nicht voll ausgelastete Räumlichkeiten - in Abhängigkeit von der Entwicklung des Personalbestands geplant, was insbesondere in den ersten Planjahren zu hohen Wachstumsraten im zweistelligen Bereich führt. Entsprechend haben wir in unserem Bewertungsmodell eine Korrektur der anfänglichen Wachstumsraten um pauschal 50% vorgenommen. Die Rechtsberatungskosten sollen sich im Planungszeitraum insbesondere vor dem Hintergrund der erwarteten externen Rechtsberatungskosten im Zusammenhang mit den für Tradus übernommenen Tätigkeiten für das Segment Westeuropa verdoppeln. Da für Kosten, die nicht die Schweiz betreffen, keine Verrechnung vorgesehen ist, haben wir in unserem Bewertungsmodell die anfänglichen Wachstumsraten ebenfalls pauschal um 50% korrigiert. Durch die Anpassungen verbessert sich die Kostenquote im Vergleich zur Originalplanung um bis zu 0,5 Prozentpunkte. Mit Blick auf die geplante Geschäftsausweitung, im Zuge derer mit zumindest einem sprunghaften Anstieg der Kosten zu rechnen ist, halten wir die vorgenommene pauschale Anpassung der Wachstumsraten um 50% für ausreichend. Darüber hinaus verweisen wir an dieser Stelle auf den von uns vorgenommenen Branchenvergleich der geplanten EBIT-Margen in Abschnitt B.VI.2.5.3., wonach sich die Margensituation der ricardo.ch nach den von uns vorgenommenen Plananpassungen im Rahmen der branchenüblichen Bandbreite bewegt. Auch vor diesem Hintergrund halten wir die vorgenommenen Plananpassungen für ausreichend.

Lizenzaufwand

Der geplante Lizenzaufwand wurde auf Basis der zwischen der ricardo.de AG und der ricardo.ch AG vereinbarten Lizenzrate von 7% der Nettoumsätze gemäß Trade Licence Agreement vom 16. August 2006 abgeleitet. Gegenstand des Vertrags ist die Nutzung der Marke „ricardo“. Insgesamt ergeben sich bezogen auf den Ertragswert keine nachteiligen Effekte aus diesem Lizenzvertrag, da den Aufwendungen in der Schweiz entsprechende Erträge in Deutschland gegenüberstehen. Eine frühere Nutzung der steuerlichen Verlustvorträge durch die vereinnahmten Lizenzzerträge erhöht aus Anteilseignersicht vielmehr den Wert der steuerlichen Verlustvorträge der ricardo.de.

2.5.3. Zwischenergebnis zur Planung des operativen Ergebnisses vor Zinsen und Steuern

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die Höhe der geplanten Kostensteigerungen durch die erwartete Geschäftsausweitung sowie die spezifische Konkurrenzsituation zwischen ricardo.ch und ebay.ch begründet ist. Im internationalen Vergleich hat sich gezeigt, dass sich mittel- bis langfristig das Geschäft pro Land häufig lediglich auf einen einzigen Anbieter konzentriert (z.B. ebay in Großbritannien, Deutschland, Frankreich oder Tradus in Polen, Norwegen und Dänemark). Dies ist jedoch auf dem Schweizer Markt zurzeit nicht der Fall. Die Marktanteile beider Anbieter liegen ungefähr auf gleichem Niveau, eine eindeutige Marktführerschaft zugunsten eines Anbieters kann derzeit nicht festgestellt werden. Daher ist der Schweizer Markt als vergleichsweise hart umkämpft zu charakterisieren. Zur Sicherung der Marktanteile sind entsprechend hohe Aufwendungen, insbesondere im Bereich Marketing, notwendig. Entsprechend werden in der Planungsrechnung im Zuge der erwarteten Geschäftsausweitung nur geringe Skaleneffekte und eine moderate Verbesserung der um den Lizenzaufwand bereinigten EBIT-Marge² auf 14,5% berücksichtigt. Im Rahmen der Verlängerung des Planungszeitraums um weitere fünf Jahre wird eine Erhöhung der bereinigten EBIT-Marge auf 20,5% unterstellt. Diese beruht im Wesentlichen auf eingeplanten Skaleneffekten bei den Personalkosten, die im Zuge der Geschäftsausweitung erwartet werden. Alle weiteren Kostenpositionen werden im Wesentlichen proportional zur Umsatzentwicklung ge-

² Die Bereinigung der EBIT-Marge um den Lizenzaufwand dient der Herstellung der Vergleichbarkeit der Margensituation von ricardo.ch mit anderen Branchenunternehmen (z.B. amazon, ebay oder Tradus), die keine Lizenzgebühren für die Nutzung ihrer Marke entrichten.

plant. Im Vergleich zu anderen Branchenunternehmen liegt die EBIT-Marge der ricardo.ch damit innerhalb der Bandbreite von 5% bis 40%, jedoch unterhalb der sich ergebenden durchschnittlichen EBIT-Marge. Dies ist insofern nachvollziehbar, als dass die Markt- und Wettbewerbssituation der Vergleichsunternehmen nur eingeschränkt mit ricardo.ch vergleichbar ist. Während der Schweizer Markt - wie ausgeführt - hart umkämpft ist, sind Vergleichsunternehmen mit einer Marge am oberen Ende der Bandbreite in wenig vergleichbaren Wachstumsmärkten wie Osteuropa oder in Märkten tätig, in denen sie eine Monopolstellung genießen (z.B. Tradus und ebay). Für diese Unternehmen ist naturgemäß davon auszugehen, dass sie aufgrund ihrer Marktstellung in der Lage sind, höhere Margen durchzusetzen. Unter der Annahme, dass die Risiken und Chancen bzgl. zukünftiger Marktanteilsverluste/-gewinne für ricardo.ch und damit einhergehende Verschlechterungen/Verbesserungen der Ertragssituation mit einer gleichgroßen Wahrscheinlichkeit gewichtet werden, halten wir eine unterhalb des Durchschnitts von Vergleichsunternehmen in anderen Ländern liegende EBIT-Marge für nachvollziehbar.

Vor diesem Hintergrund ist auch die gesellschaftseigene Planungsrechnung - unabhängig von den Prüfungsfeststellungen, die sich auf Basis der Detailanalyse der Kostenplanung ergeben - grundsätzlich plausibel. Auf der anderen Seite sind wir der Meinung, dass eine Berücksichtigung möglicher Plananpassungen, die wir auf Basis unserer Detailanalyse identifiziert haben, ebenfalls vertretbar ist. In Summe ergäbe sich hieraus eine angepasste EBIT-Marge von nachhaltig 23,2%. Mit Blick auf die Höhe der festgelegten Barabfindung und die vergleichsweise geringe Wertauswirkung der diskutierten Anpassungen auf den Ertragswert, die in Summe nicht geeignet sind, eine Barabfindung auf Basis des Ertragswerts oberhalb des durchschnittlichen Börsenkurses darzustellen, haben wir auf eine eingehende Erörterung und Diskussion der Ergebnisse unserer Detailanalyse mit den Vertretern der ricardo.de und dem Bewertungsgutachter verzichtet. Gleichwohl haben wir die beschriebenen denkbaren Anpassungen im Rahmen unseres Bewertungsmodells berücksichtigt und die hieraus resultierenden Wertauswirkungen in Abschnitt B.VI.3. dargestellt.

In der nachfolgenden Tabelle sind die denkbaren Anpassungen zusammenfassend dargestellt:

Operative Planung ricardo.ch inkl. diskutierter Plananpassungen	HR 2007/08 000 CHF	Plan 2008/09 000 CHF	Plan 2009/10 000 CHF	Plan 2010/11 000 CHF	Plan 2011/12 000 CHF	Plan 2012/13 000 CHF	Plan 2013/14 000 CHF	Plan 2014/15 000 CHF	Plan 2015/16 000 CHF
Umsatz	23.943	31.883	39.839	47.833	55.486	62.699	68.969	74.487	78.956
Bereinigtes EBIT* vor Susat-Anpassungen	1.675	3.725	5.551	6.914	8.648	10.792	12.786	14.640	16.213
EBIT-Marge	7,0%	11,7%	13,9%	14,5%	15,6%	17,2%	18,5%	19,7%	20,5%
Anpassung Marketingaufwand	0	0	0	1.050	1.218	1.376	1.514	1.635	1.733
Anpassung sonstige betriebliche Aufwendungen	0	106	176	256	316	335	351	363	373
Bereinigtes EBIT* nach Susat-Anpassungen	1.675	3.831	5.726	8.220	10.182	12.503	14.651	16.639	18.320
EBIT-Marge	7,0%	12,0%	14,4%	17,2%	18,4%	19,9%	21,2%	22,3%	23,2%

* um Lizenzaufwand bereinigtes EBIT

2.6. Ergänzung der Planung durch PwC um Zinsen und Steuern sowie weitere Anpassungen

Anpassungen des Bewertungsgutachters betreffen im Fall der ricardo.ch im Wesentlichen Wechselkursanpassungen im Rahmen der Planung der Aufwendungen für Software/IT. Während die gesellschaftseigene Planung von einem konstanten Wechselkurs ausgeht, hat PwC die aktuelle Forwardkurve der Wechselkurse zugrunde gelegt. Die Anpassung ist sachgerecht, führt zu einer geringfügigen Erhöhung der erwarteten Nettozuflüsse und ist aus Sicht der Minderheitsaktionäre nicht zu beanstanden. Ferner wurde die Planungsrechnung um das **Finanzergebnis** und die **Steuerberechnung** ergänzt. Das Finanzergebnis resultiert im Wesentlichen aus dem im Planungszeitraum unterstellten Investitionsbedarf.

Die geplanten Investitionen sind überwiegend auf die notwendige Erweiterung der Rechenzentren von ricardo.ch im Zusammenhang mit der übernommenen Administration der technischen Anlagen, auf denen das Hosting der Auktionssoftware von Tradus erfolgt, zurückzuführen. Da die mit der Übernahme von IT-Service durch ricardo.ch verbundenen Kosten grundsätzlich von Tradus erstattet werden, ist davon auszugehen, dass auch die hiermit in Zusammenhang stehenden Finanzierungskosten zumindest anteilig erstattet werden. Da das Finanzergebnis der ricardo.ch aber insgesamt von untergeordneter Bedeutung für die Ertragswertberechnung ist, halten wir die vom Bewertungsgutachter angewandte Vorgehensweise für vertretbar. In unseren eigenen Berechnungen haben wir dennoch den erstattungsfähigen Anteil der Finanzierungskosten geschätzt und bei der Ableitung des Finanzer-

gebnisses berücksichtigt. Die Überprüfung der übrigen Anpassungen führte zu dem Ergebnis, dass diese sachgerecht und rechnerisch richtig berücksichtigt wurden.

Im Fall der **ricardo.de** hat PwC die Planungsrechnung der Gesellschaft um Abschreibungen sowie um das Beteiligungsergebnis aus **ricardo.ch** ergänzt. Die Berücksichtigung des Beteiligungsergebnisses erfolgte dabei auf Basis einer phasengleichen Vollausschüttung der Jahresüberschüsse sowie der erwarteten Wechselkurse gemäß der aktuellen Forwardkurve von Schweizer Franken und EURO. Das Abstellen auf die aktuellen Forward-Wechselkurse im Vergleich zu einem konstanten Wechselkurs hat ebenfalls Auswirkung auf die Umrechnung der vereinnahmten Lizenzerträge von **ricardo.ch**. Die Anpassung des Wechselkursverhältnisses führt zu einer leicht verbesserten Ergebnissituation der **ricardo.de**. Finanzergebnis und Steuern wurden aufgrund der in der gesellschaftseigenen Planung insoweit fehlenden Ansätze durch den Bewertungsgutachter ermittelt. Die Ableitung des Finanzergebnisses berücksichtigt dabei die Thesaurierung von Jahresüberschüssen aufgrund von bestehenden handelsrechtlichen Verlustvorträgen der **ricardo.de** in den ersten beiden Planjahren. Wir halten die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters insbesondere vor dem Hintergrund der unterstellten hohen Verzinsung von 9% für vertretbar. Abweichend hiervon haben wir in unseren eigenen Berechnungen jedoch Aktienrückkäufe in Höhe der thesaurierten Mittel sowie eine Verzinsung des verbleibenden Finanzmittelbestands in Höhe des risikolosen Zinssatzes unterstellt. Dies stellt mit Blick auf die Höhe des Finanzmittelbestands eine bewertungstechnisch näherliegende Annahme dar, führt aber insgesamt zu keiner nennenswerten Erhöhung des Ertragswerts.

Die Berechnung des Steuerergebnisses ist sachgerecht und rechnerisch richtig. Der Beitrag der bestehenden steuerlichen **Verlustvorträge** zum Unternehmenswert der **ricardo.de** wurde als Sonderwert ermittelt und dem ohne Berücksichtigung der betreffenden Verlustvorträge ermittelten Ertragswert zugeschlagen. Die Ableitung des Sonderwerts für die steuerlichen Verlustvorträge erfolgte sachgerecht.

2.7. Ewige Rente

Als nachhaltig entziehbares Ergebnis („ewige Rente“) der **ricardo.ch** wurde ab dem Jahr 2016/2017 das modifizierte Ergebnis des letzten Planjahres (2015/16) angesetzt. Auf eine

Thesaurierung von Überschüssen zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums wurde verzichtet, es wurde vielmehr die Fremdfinanzierung des sich aus dem nachhaltigen Reinvestitionsvolumen ergebenden Finanzbedarfs unterstellt. Das nachhaltige Ergebnis der ricardo.ch wurde unter Zugrundelegung des Forward-Wechselkurses im Beteiligungsergebnis der ricardo.de berücksichtigt. Dies gilt auch für den nachhaltig an ricardo.de zu zahlenden Lizenzaufwand aus der Wortmarke. Alle übrigen GuV-Positionen wurden auf Basis des letzten Planjahres fortgeschrieben. Auch für ricardo.de wurde keine bewertungstechnische Thesaurierung von Überschüssen zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums berücksichtigt.

Abweichend vom Vorgehen des Bewertungsgutachters haben wir die Effekte aus der bewertungstechnischen Anpassung der Finanzierung des nachhaltigen Wachstums anteilig durch Eigenkapital (so genannte Wachstumsthesaurierung) sowohl bei ricardo.ch als auch bei ricardo.de in unserem Bewertungsmodell berücksichtigt. Die Finanzierung durch die anteilige Thesaurierung von Überschüssen führt im nachhaltigen Ergebnis zu einer konstanten Kapitalstruktur, während die ausschließliche Finanzierung durch Fremdkapital nachhaltig eine kontinuierliche Erhöhung der Fremdverschuldung nach sich ziehen würde. Vor diesem Hintergrund halten wir eine Berücksichtigung der Wachstumsthesaurierung bewertungstechnisch für sachgerecht. Die vorgenommenen Anpassungen führen zu einer geringfügigen Verringerung des Ertragswerts. Vor diesem Hintergrund führt die vom Bewertungsgutachter gewählte Vorgehensweise zu einer Begünstigung der Minderheitsaktionäre und ist insofern nicht zu beanstanden.

2.8. Ausschüttungsquote

Nach dem Abbau der handelsrechtlich bestehenden Verlustvorräte wird im Planungszeitraum entsprechend der gesellschaftseigenen Planung eine vollständige Ausschüttung der Überschüsse unterstellt. Nachhaltig wird von einer Ausschüttungsquote von 50% auf Basis von Kapitalmarktuntersuchungen ausgegangen. Nach dem Ergebnis unserer Prüfung erfolgte die Ableitung der Ausschüttungen sachgerecht und rechnerisch richtig.

2.9. Persönliche Steuern

Zur Ableitung der den Unternehmenseignern zufließenden Nettoüberschüsse sind gemäß dem Standard IDW ES 1 **persönliche Steuern** zu berücksichtigen. Dabei wurde auf die

steuerlichen Verhältnisse einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen Person abgestellt. Für die Dividendenzahlungen wurde entsprechend den ab 2009 geltenden steuerlichen Neuregelungen eine Besteuerung mit der Abgeltungssteuer von 26,4% (Abgeltungssteuer in Höhe von 25% zzgl. Solidaritätszuschlag von 5,5%) berücksichtigt. Eine Besteuerung der Kursgewinne im nachhaltigen Zeitraum wurde nicht angesetzt. Die Abbildung der Abgeltungssteuer auch auf realisierte **Kursgewinne** ist im Rahmen der Unternehmensbewertung nicht trivial. Grundsätzlich unterliegen Einkünfte aus der Veräußerung von Aktien ab dem 1. Januar 2009 zwar der Einkommensteuer, dauerhaft ausgenommen sind hiervon allerdings Aktien, die vor dem 1. Januar 2009 erworben wurden. Vor diesem Hintergrund erscheint einerseits eine Argumentation vertretbar, wonach die heutigen Aktionäre die Wertzuwächse ihrer Anteile, die aus zukünftigen Thesaurierungen der Gesellschaft resultieren, weiterhin zunächst auch nachhaltig steuerfrei realisieren können. Die Abgeltungssteuer auf Veräußerungsgewinne wäre demnach gar nicht zu berücksichtigen. Andererseits ist zu beachten, dass Aktionäre, die ab dem 1. Januar 2009 Aktien erwerben und somit den heutigen Aktionären die Realisierung von Kursgewinnen ermöglichen, ihrerseits zukünftige Kurswertsteigerungen im Moment der Realisierung vollumfänglich versteuern müssen. Insofern stehen sich im Zeitpunkt der Veräußerung von Aktien beider Gesellschaften käufer- und verkäuferseitig unterschiedliche innere Werte der Aktien gegenüber, die dann beide in die Bildung des Unternehmenswerts einfließen. Vor diesem Hintergrund erscheint es mindestens ebenso vertretbar, Aktienwertzuwächse im Sinne der Simulation einer Verhandlungslösung für Zwecke der Ermittlung des Unternehmenswerts der Gesellschaft zur Hälfte der Abgeltungssteuer zu unterwerfen. Ein Aktionär, der nach dem 1. Januar 2009 erworbene Aktien veräußert, wird mit einer effektiven Steuerlast von 26,4% auf den Veräußerungsgewinn belastet. Wir gehen auf Basis der oben vorgetragenen Argumente davon aus, dass diese zusätzliche steuerliche Belastung über den Prozess der Kursbildung am Aktienmarkt unmittelbar auch bei dem an sich noch steuerfrei veräußernden Aktionär zu einer wirtschaftlichen Belastung führt, die im Rahmen der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen ist. Wir unterwerfen thesaurierungsbedingte Unternehmenswertzuwächse daher grundsätzlich einer persönlichen Einkommensteuer in Höhe von 13,19%, also in Höhe des hälftigen effektiven Steuersatzes auf Gewinne aus Veräußerungen. Entsprechend haben wir in unserem eigenen Bewertungsmodell eine Besteuerung der nachhaltigen Kursgewinne der ricardo.de in Höhe von 13,19% unterstellt. Hierbei ist jedoch anzumerken, dass in der Bewertungspraxis aktuell beide An-

nahmen bzgl. der Kursgewinnbesteuerung üblich sind und sich plausibel begründen lassen. Der von PwC vertretene Ansatz ist somit nicht zu beanstanden.

2.10. Kapitalisierungszins

Der Ansatz des Kapitalisierungszinsfußes wurde durch die günstigste alternative Kapitalanlagemöglichkeit bestimmt. Der Kapitalisierungszinssatz wurde entsprechend dem IDW Standard ES 1 unter Verwendung des Tax Capital Asset Pricing Model (Tax-CAPM) abgeleitet. Nach dem CAPM entsprechen die Opportunitätskosten von Eigenkapitaltiteln der Rendite risikofreier Wertpapiere zuzüglich einer Risikoprämie.

Basiszins

Die Ableitung des risikofreien Zinssatzes (Basiszins) erfolgte auf Basis der vom IDW vorgeschlagenen Methode und wurde sachgerecht vorgenommen. Ebenso berücksichtigt die von uns vorgelegte Bewertung die Kürzung des Basiszinssatzes um die Abgeltungssteuer zzgl. Solidaritätszuschlag von zusammen 26,4%.

Marktrisikoprämie

Zur Bestimmung der Risikoprämie wird die Marktrisikoprämie mit Hilfe des systematischen Risikos - dem Beta-Faktor - des zu bewertenden Unternehmens gewichtet. Der Beta-Faktor wird mit Hilfe von beobachteten Renditen am Kapitalmarkt mittels einer linearen Regression der Aktienrendite auf einen Schätzer für das Marktportefeuille, z.B. einen Aktienindex, berechnet. Die Berechnung der Marktrisikoprämie erfolgt grundsätzlich durch Bildung der Renditedifferenz zwischen Anlagen in Unternehmensanteilen (Aktien) und risikolosen Anlagen.

Die vorliegende Bewertung legt bei der Festlegung des Risikozuschlags eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,0% sowie einen Beta-Faktor von 1,1 zugrunde. Kapitalmarktuntersuchungen haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Gläubigerpapiere. Als Risikozuschlag des "Marktportefeuilles" wurden in empirischen Studien, die jedoch durchgängig die steuerliche Situation vor der aktuellen Steuerreform abbilden, für den Zeitraum nach dem Zweiten Weltkrieg Werte zwischen 0% und 8% beobachtet, wobei die Mehrzahl der Studien aber zu einem Ergebnis zwischen 3,0% und 7,0% kommt. Zu beachten ist dabei, dass viele Autoren ausschließlich

eine Rendite vor persönlicher Einkommensteuer der Anteilseigner ermitteln. Differenziertere Untersuchungen zeigen aber, dass die Marktrisikoprämie unter Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuer in der Vergangenheit je nach Zeitraum und Steuersatz um etwa einen Prozentpunkt höher lag als die Vorsteuer-Marktrisikoprämie. Dies gilt auch für Untersuchungen aus jüngerer Zeit, wobei sich diese ausschließlich auf Zeiträume vor der Unternehmenssteuerreform beziehen. Unter Abwägung dieser Spannbreite war vor Verabschiedung der Steuerreform eine Marktrisikoprämie von 5,5% nach Einkommensteuer bzw. von 4,5% vor Einkommensteuer als angemessen einzustufen.

Im Zuge der Unternehmenssteuerreform ist jedoch damit zu rechnen, dass sich Änderungen bezüglich der Marktrisikoprämie ergeben. Diese sind - zumindest bis zum Vorliegen belastbarer empirischer Auswertungen über die tatsächlichen Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform - auf Basis der geplanten steuerlichen Änderungen zu schätzen. Der Fachausschuss Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) beim IDW geht davon aus, dass es zu einer leichten Erhöhung der Marktrisikoprämie vor persönlichen Einkommensteuern kommen kann. Zu begründen ist dies damit, dass für inländische unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Personen durch die einheitliche Abgeltungssteuer für künftige Veräußerungsgewinne zusätzliche Steuern anfallen. Unter der Annahme, dass diese Anteilseigner bestrebt sind, die Rendite ihrer Anlage unter Berücksichtigung der persönlichen Steuern konstant zu halten, wird sich eine höhere Renditeforderung an die Unternehmen ergeben. Diese höhere Renditeforderung lässt sich unter Umständen am Kapitalmarkt jedoch nicht vollständig realisieren, da insbesondere ausländische Marktteilnehmer nicht von der Veränderung der persönlichen Steuern in Deutschland betroffen sind. Entsprechend wäre mit einem leichten Absinken der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern und einem leichten Anstieg der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern zu rechnen. Unter Abwägung dieser Argumente halten wir eine Marktrisikoprämie nach persönlicher Einkommensteuer zwischen 4,5 % (bei gleichzeitiger Kürzung der Kursgewinnbesteuerung bei den Nettoausschüttungen) und 5,0% (bei unterbleibender Kürzung der Kursgewinnbesteuerung bei den Nettoausschüttungen) für vertretbar. Die vom Bewertungsgutachter zugrunde gelegte Marktrisikoprämie ist vor diesem Hintergrund nicht zu beanstanden. Gleichwohl haben wir in unserem Bewertungsmodell alternativ eine Marktrisikoprämie von 4,5% nach persönlicher Einkommensteuer (und - wie zuvor dargelegt - gleichzeitig eine Kursgewinnsteuer bei den Nettoausschüttun-

gen) angesetzt. Diese korrespondiert unter Berücksichtigung der Abgeltungssteuer auf Dividenden- und Kursgewinne mit einer Marktrisikoprämie vor Einkommensteuer von 5%. Die hieraus resultierenden Werteffekte führen zwar zu einer Erhöhung des Ertragswerts der ricardo.de, sind aber für die Bemessung der angemessenen Barabfindung aufgrund der nach wie vor deutlichen Wertdifferenz zum Börsenkurs als maßgebliche Wertuntergrenze unerheblich. Ergänzend weisen wir darauf hin, dass beide Annahmen in der aktuellen Bewertungspraxis üblich sind und sich plausibel begründen lassen.

Beta-Faktor

Zur Berechnung des Beta-Faktors der ricardo.de wurde wegen fehlender statistischer Signifikanz des unternehmenseigenen Beta-Faktors eine so genannte Peer-Group (Gruppe von Vergleichsunternehmen) gebildet und auf deren Basis ein Branchen-Betafaktor bestimmt, der unter Berücksichtigung der spezifischen Finanzierungsstruktur der ricardo.de in einen unternehmensspezifischen Beta-Faktor übergeleitet wurde. Dabei wurde auf wöchentliche Kurse gegenüber dem jeweiligen Landesindex über einen Zeitraum von zwei Jahren abgestellt. Zudem wurden nur solche Unternehmen in die Analyse einbezogen, die ein statistisch signifikantes Bestimmtheitsmaß (R^2) des Beta-Faktors aufweisen.³ Der auf diesem Wege für die ricardo.de ermittelte Beta-Faktor beträgt 1,1 und ist aus Sicht der Minderheitsaktionäre nicht zu beanstanden.

Wachstumsabschlag

Durch den Ansatz eines Wachstumsabschlags soll berücksichtigt werden, dass die Überschüsse der Gesellschaft unter Berücksichtigung der Entwicklung der Erträge und Aufwendungen auch nachhaltig wachsen können. Die Entwicklung von Unternehmensgewinnen hängt von der Markt- bzw. der Konkurrenzsituation sowie der internen Kostenentwicklung ab. In der PwC-Bewertung ist ein Wachstumsabschlag von 2,0% berücksichtigt worden. Der Wachstumsabschlag liegt damit oberhalb der für den Schweizer Markt prognostizierten Inflationserwartungen. Begründet wird die Höhe des langfristig unterstellten jährlichen Wachstums von 2% mit den Wachstumschancen der ricardo.ch und der möglichen Entwicklung des Marktes in der Schweiz. Vor dem Hintergrund der Erweiterung des Planungshorizonts, der

³ Die der Betaableitung zugrunde liegende Peer-Group und deren Beta-Faktoren sind im Bewertungsgutachten von PwC auf Seite 79 dargestellt.

die im Vergleich zur allgemeinen Marktentwicklung überproportionalen Wachstumserwartungen innerhalb der Branche bereits abbildet, wäre es nach unserer Auffassung auch vertretbar gewesen, sich bei der Festlegung des nachhaltigen Wachstum an den allgemeinen Inflationserwartungen zu orientieren. Danach wäre ein Ansatz in Höhe von 1,5% vorstellbar. Eine Anpassung des Wachstumsabschlags von 2,0% auf 1,5% würde zu einem geringeren Ertragswert der ricardo.de führen. Vor diesem Hintergrund ist die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters aus Sicht der Minderheitsaktionäre nicht zu beanstanden.

2.11. Aufzinsung

Der Unternehmenswert der ricardo.de wurde fachgerecht zunächst auf den technischen Bewertungsstichtag 1. April 2008 ab- und anschließend auf den Bewertungsstichtag (27. Mai 2008) aufgezinst.

3. Ermittlung des Ertragswerts der ricardo.de auf Basis eines eigenständigen Bewertungsmodells

Im Rahmen unserer Prüfung der Ableitung des Ertragswerts der ricardo.de durch PwC haben wir einige Annahmen und Bewertungsprämissen identifiziert, für die aus unserer Sicht ein alternativer Ansatz im Vergleich zum Vorgehen des Bewertungsgutachters vertretbar ist.

Im Rahmen unserer Alternativbetrachtung haben wir zunächst die Auswirkungen von Änderungen bzgl. der bewertungstechnischen Prämissen untersucht. Dabei haben wir folgende Anpassungen berücksichtigt:

- Annahme einer kapitalwertneutralen Verzinsung der - bedingt durch die Ausschüttungssperre aufgrund bestehender handelsrechtlicher Verlustvträge in den ersten beiden Planjahren - thesaurierten Mittel
- Anpassung des nachhaltigen Ergebnisbeitrags durch die Berücksichtigung der für das unterstellte nachhaltige Wachstum notwendigen Wachstumsthesaurierung für ricardo.ch und ricardo.de
- Anpassungen im Kapitalisierungszinssatz durch die Reduzierung der Marktrisikoprämie von 5,0% auf 4,5% sowie die Anpassung des nachhaltigen Wachstumsabschlags von 2,0% auf 1,5%

- Anpassungen bei der Ableitung der zu berücksichtigenden persönlichen Einkommensteuer infolge einer unterstellten Effektivbesteuerung von Kursgewinnen in Höhe von 13,19%

Die Ableitung des Ertragswerts nach den bewertungstechnischen Anpassungen stellt sich wie folgt dar:

Alternative Wertableitung	FC 2008/09 T€	Plan 2009/10 T€	Plan 2010/11 T€	Plan 2012 T€	Plan 2013 T€	Plan 2014 T€	Plan 2015 T€	Plan 2016 T€	TV 2016/17 ff. T€
Jahresüberschuss vor bewertungstechnischen Anpassungen	1.621	2.579	3.254	4.149	5.294	6.321	7.272	8.127	8.301
Auswirkungen der Wachstumsthesaurierung ricardo.ch									-3
Anpassung des nachhaltigen Wachstumsabschlags von 2,0% auf 1,5%									-39
Anpassung des Zinsergebnisses infolge der kapitalwertneutralen Wiederanlage der thesaurierten Mittel	-80	-126	-127	-127	-127	-127	-127	-127	-126
Jahresüberschuss nach bewertungstechnischen Anpassungen	1.541	2.452	3.127	4.022	5.167	6.194	7.145	8.001	8.133
Abbau handelsrechtlicher Verlustvortrag Wachstumsthesaurierung ricardo.de	-1.541	-1	0	0	0	0	0	0	0
Ausschüttungsfähige Gewinne	0	2.451	3.127	4.022	5.167	6.194	7.145	8.001	8.121
Ausschüttungsquote	0,0%	99,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	50,0%
Dividendenzahlungen	0	2.451	3.127	4.022	5.167	6.194	7.145	8.001	4.067
Abgeltungssteuer auf Dividendenzahlungen	0	-646	-825	-1.061	-1.363	-1.634	-1.884	-2.110	-1.073
Kapitalwertneutrale Wiederanlage/Aktienrückkäufe	1.541	1	0	0	0	0	0	0	4.055
Abgeltungssteuer Kursgewinne	-203	0	0	0	0	0	0	0	-535
Zu kapitalisierende Wertbeiträge	1.338	1.806	2.303	2.961	3.804	4.560	5.260	5.890	6.514
Kapitalisierungszins	8,45%	8,45%	8,45%	8,45%	8,45%	8,45%	8,45%	8,45%	8,95%
Barwertfaktoren	0,934	0,922	0,922	0,922	0,922	0,922	0,922	0,922	14,394
Barwerte	67.968	71.460	75.691	79.782	83.580	86.814	89.587	91.895	93.767
Summe Barwerte 27. Mai 2008	67.968								
Sonderwert steuerliche Verlustvorträge per 27. Mai 2008	6.876								
Buchwert Beteiligungen	745								
Ertragswert zum 27. Mai 2008	75.589								
Anzahl der Aktien in Tsd.	8.323								
Ertragswert je Aktie (in €)	9,08								

In einem weiteren Schritt haben wir die im Rahmen der Plausibilisierung der Planungsrechnung diskutierten Anpassungen bzgl. der folgenden Planungsprämissen in unser Bewertungsmodell übertragen:

- Reduzierung des geplanten Marketingaufwands um die Hälfte des im Planjahr 2010/11 pauschal eingestellten Aufwands für eine Spezialveranstaltung und Fortschreibung der Marketingaufwendungen in den Folgejahren auf reduziertem Niveau
- Reduzierung der geplanten Kostensteigerungen für Miet- und Rechtsberatkungskosten

- Berücksichtigung der Verrechnung des Zinsergebnisses der ricardo.ch, das aus der Finanzierung des Investitionsbedarfs in Zusammenhang mit der Erbringung von IT-Dienstleistungen für die Tradus-Gruppe resultiert

Die Werteffekte aus den vorgenommenen Anpassungen sind in der nachfolgenden Übersicht zusammenfassend dargestellt:

Alternative Wertabteilung	FC 2008/09 T€	Plan 2009/10 T€	Plan 2010/11 T€	Plan 2012 T€	Plan 2013 T€	Plan 2014 T€	Plan 2015 T€	Plan 2016 T€	TV 2016/17 ff. T€
Jahresüberschuss vor bewertungstechnischen Anpassungen	1.621	2.579	3.254	4.149	5.294	6.321	7.272	8.127	8.301
Auswirkungen der Wachstumsthesaurierung ricardo.ch									-3
Anpassung des nachhaltigen Wachstumsabschlags von 2,0% auf 1,5%									-39
Anpassung des Zinsergebnisses infolge der kapitalwertneutralen Wiederanlage der thesaurierten Mittel	-80	-126	-127	-127	-127	-127	-127	-127	-126
Jahresüberschuss nach bewertungstechnischen Anpassungen	1.541	2.452	3.127	4.022	5.167	6.194	7.145	8.001	8.133
Anpassung des Marketingaufwands	5	0	571	667	753	829	895	949	963
Anpassung der Miet- und Rechtsberatungskosten	68	95	139	173	184	192	199	204	207
Anpassung des Zinsergebnisses ricardo.ch	71	44	67	95	77	97	122	99	66
Jahresergebnis nach bewertungstechn. und Plananpassungen	1.685	2.591	3.904	4.957	6.181	7.312	8.360	9.253	9.390
Abbau handelsrechtlicher Verlustvortrag Wachstumsthesaurierung ricardo.de	-1.542	0	0	0	0	0	0	0	0
									-12
Ausschüttungsfähige Gewinne	142	2.591	3.904	4.957	6.181	7.312	8.360	9.253	9.378
Ausschüttungsquote	8,5%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	50,0%
Dividendenzahlungen	142	2.591	3.904	4.957	6.181	7.312	8.360	9.253	4.695
Abgeltungssteuer auf Dividendenzahlungen	-38	-663	-1.030	-1.307	-1.630	-1.928	-2.205	-2.440	-1.238
Kapitalwertneutrale Wiederanlage/Aktienrückkäufe	1.542	0	0	0	0	0	0	0	4.683
Abgeltungssteuer Kursgewinne	-203	0	0	0	0	0	0	0	-618
Zu kapitalisierende Wertbeiträge	1.444	1.907	2.874	3.649	4.551	5.383	6.155	6.812	7.522
Kapitalisierungszins	8,45%	8,45%	8,45%	8,45%	8,45%	8,45%	8,45%	8,45%	6,95%
Barwertfaktoren	0,934	0,922	0,922	0,922	0,922	0,922	0,922	0,922	0,922
Barwerte	78.808	82.965	88.066	92.630	96.806	100.432	103.533	106.123	108.275
Summe Barwerte 27. Mai 2008	78.808								
Sonderwert steuerliche Verlustvorträge per 27. Mai 2008	6.951								
Buchwert Beteiligungen	745								
Ertragswert zum 27. Mai 2008	86.504								
Anzahl der Aktien in Tsd.	8.323								
Ertragswert je Aktie (in €)	10,39								

Die von uns vorgenommenen Anpassungen führen in Summe zu einem Ertragswert je Aktie von € 10,39. Die auf Basis des durchschnittlichen Börsenkurses festgelegte Barabfindung von € 14,10 übersteigt somit auch den von uns alternativ ermittelten Ertragswert erheblich. Es konnte somit dahinstehen, ob die grundsätzlich vorstellbaren Anpassungen der Planungsrechnung und beim bewertungstechnischen Vorgehen zwingend vorzunehmen sind oder nicht.

4. Weiterführende Sensitivitätsanalyse

Abschließend haben wir im Rahmen einer Sensitivitätsanalyse untersucht, um wie viel die EBIT-Marge erhöht werden kann, um zu einem Ertragswert in Höhe der festgelegten Barabfindung von € 14,10 je Aktie zu gelangen. Danach ist auf einen Ertragswert von rd. € 117,4 Mio. abzustellen. Für unsere Berechnungen haben wir die sich auf Basis der im vorigen Abschnitt dargestellten Anpassungen ergebenden EBIT-Margen jährlich um rd. 7,7%-Punkte nach oben angepasst. Auf Basis unseres eigenständigen Bewertungsmodells ergibt sich danach eine EBIT-Marge von bis zu 31%.

Die nachfolgende Übersicht stellt die angepasste Margensituation im Planungszeitraum dar:

EBIT-Margenvergleich ricardo.ch	HR 2007/08 000 CHF	Plan 2008/09 000 CHF	Plan 2009/10 000 CHF	Plan 2010/11 000 CHF	Plan 2011/12 000 CHF	Plan 2012/13 000 CHF	Plan 2013/14 000 CHF	Plan 2014/15 000 CHF	Plan 2015/16 000 CHF
Umsatz ricardo.ch	23.943	31.883	39.839	47.833	55.486	62.699	68.969	74.487	78.956
Bereinigtes EBIT* laut PWC Modell	1.675	3.725	5.551	6.914	8.648	10.792	12.786	14.640	16.213
EBIT-Marge	7,0%	11,7%	13,9%	14,5%	15,6%	17,2%	18,5%	19,7%	20,5%
Bereinigtes EBIT* laut Susat Modell inkl. Plananpassungen		3.831	5.726	8.220	10.182	12.503	14.651	16.639	18.320
EBIT-Marge		12,0%	14,4%	17,2%	18,4%	19,9%	21,2%	22,3%	23,2%
Bereinigtes EBIT* gemäß Sensitivitätsanalyse		6.296	8.806	11.918	14.471	17.350	19.982	22.397	24.423
EBIT-Marge		19,7%	22,1%	24,9%	26,1%	27,7%	29,0%	30,1%	30,9%
EBIT-Differenz		2.465	3.080	3.697	4.289	4.847	5.331	5.758	6.103

* um Lizenzaufwand bereinigtes EBIT

Die Sensitivitätsanalyse macht deutlich, dass die EBIT-Marge - ohne die festgelegte Barabfindung in Frage zu stellen - sogar auf ein Niveau oberhalb des Durchschnitts von Branchenunternehmen steigen könnte, obwohl in diesen Branchendurchschnitt Monopolrenditen einfließen, die ricardo.ch. nicht zu erzielen in der Lage ist.

Insgesamt ist festzuhalten, dass sich die auf Basis dieses Maximalszenarios ergebende Ertragssituation vor dem Hintergrund der spezifischen Wettbewerbssituation mit ebay.ch und der Schweizer Marktverhältnisse deutlich zu optimistisch darstellt. Entsprechend weisen wir an dieser Stelle darauf hin, dass die vorgenommene Sensitivitätsanalyse lediglich Veranschaulichungszwecken dient. Die Plausibilität der Planungsrechnung als solche wird hiervon nicht berührt.

5. Alternative Bewertungsmethoden

5.1. Liquidationswertberechnung

Unsere Prüfung erstreckte sich ferner auf die Analyse, ob der Liquidationswert als Wert bestimmende Untergrenze der Barabfindung heranzuziehen ist.

Ausgehend von der Vermögenssituation der ricardo.de, wie sie sich auf Basis des letzten Jahresabschlusses ergibt, haben wir die einzelnen Vermögensgegenstände und Schulden der ricardo.ch sowie der ricardo.de darauf untersucht, ob und wenn ja in welcher Höhe im Fall einer Veräußerung stille Reserven bzw. Lasten zu erwarten sind. Danach ergaben sich keine Anhaltspunkte für signifikante stille Reserven für das bilanzielle Reinvermögen. Hierbei ist zu beachten, dass Bilanzdaten für das laufende Geschäftsjahr 2007/08 noch nicht verfügbar waren. Wir haben daher auf die verfügbaren Informationen aus dem Jahresabschluss für das Geschäftsjahr 2006/07 zurückgegriffen. Wir gehen davon aus, dass es im laufenden Geschäftsjahr zu keinen wesentlichen Veränderungen bzgl. der Vermögenslage der ricardo.de kommen wird. Mit Blick auf die vergleichsweise untergeordnete Bedeutung der zu erwartenden Veränderungen haben wir auf eine Schätzung der Effekte verzichtet. Sollten sich jedoch bis zum Tag der Hauptversammlung unerwartet wesentliche Veränderungen ergeben, so wären diese nachträglich zu berücksichtigen.

In einem nächsten Schritt haben wir geprüft, inwiefern Veräußerungserlöse aus nicht bilanzierten Vermögensgegenständen im Rahmen der Liquidationswertbetrachtung vorstellbar sind. Dies ist im vorliegenden Fall für die Marke ricardo.ch der Fall. Die aus der Marke möglicherweise resultierenden stillen Reserven haben wir mit Hilfe der Methode der Lizenzpreis-analogie auf Basis der in der Planungsrechnung berücksichtigten Lizenzgebühren abgeleitet.

Die nachfolgende Übersicht gibt einen Überblick über die aus der Verwertung des Reinvermögens und der Markenrechte zu erwartenden Liquidationserlöse:

	ricardo.ch				ricardo.de			Summe
	IST 31.03.2007	Stille Reserven/ Lasten	Liquidations- wert	Liquidations- wert	IST 31.03.2007	Stille Reserven/ Lasten	Liquidations- wert	Liquidations- wert
	Mio. CHF	Mio. CHF	Mio. CHF	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Aktiva								
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	24,6	24,6	24,6
Sachanlagen	1,0	0,0	1,0	-2,9	0,0	0,0	0,0	-2,9
Finanzanlagen*	0,0	0,0	0,0	0,0	6,0	-6,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen/Leistungen	0,7	0,0	0,7	-2,1	0,0	0,0	0,0	-2,1
Sonstige Vermögensgegenstände	1,4	0,0	1,4	-4,3	0,8	0,0	0,8	-3,5
Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	2,0	0,0	2,0	-5,9	0,6	0,0	0,6	-5,2
Summe	5,1	0,0	5,1	-15,1	7,4	18,6	26,0	10,9
Passiva								
Rückstellungen	-0,3	0,0	-0,3	0,8	-0,3	0,0	-0,3	0,6
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	-0,2	0,0	-0,2	0,7	0,0	0,0	0,0	0,7
Verbindlichkeiten aus Lieferungen/Leistungen	-0,5	0,0	-0,5	1,6	0,0	0,0	0,0	1,6
Verbindlichkeiten ggü. verb. Unternehmen	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	0,0	-0,7	-0,7
Übrige Verbindlichkeiten	-2,8	0,0	-2,8	8,2	-0,1	0,0	-0,1	8,2
Summe	-3,8	0,0	-3,8	11,4	-1,1	0,0	-1,1	10,3
Summe	1,3		1,3	-3,8	6,3		24,9	21,2
Beteiligungen ricardo.de								0,7
Liquidationserlös aus Reinvermögen und Markenrechten								21,9
Aktienanzahl								8.323.332
Liquidationserlös je Aktie								2,63

* Bei den Finanzanlagen handelt es sich um die Beteiligungsbuchwerte der Tochtergesellschaften von ricardo.de. Da diese gesondert betrachtet werden, ist der Beteiligungsansatz zu eliminieren.

Da sich bereits der Liquidationserlös aus Reinvermögen und Markenrechten deutlich unterhalb des ermittelten Ertragswerts bewegt, haben wir von einer eingehenden Analyse gegebenenfalls in Abzug zu bringender nicht bilanzierter Eventualverbindlichkeiten abgesehen. Auch auf die Schätzung von mit einer Liquidation einhergehenden Liquidationskosten in Form von Abfindungen für die freizusetzenden Mitarbeiter sowie in Form von Veräußerungskosten wurde mit Blick auf den ermittelten Wertbeitrag verzichtet. Mit Blick auf die bestehenden Verlustvorträge wurden darüber hinaus keine steuerlichen Belastungen in Abzug gebracht. Ebenso wurden eine zeitliche Streckung der Liquidationsphase und die Berücksichtigung der damit verbundenen Verluste aus dem laufenden Geschäft unterlassen. Zusammenfassend ist festzustellen, dass dem Liquidationswert im Rahmen der Festlegung einer angemessenen Barabfindung keine Bedeutung zukommt.

5.2. Bewertung unter der Annahme einer Teilzerschlagung

In einem weiteren Schritt haben wir untersucht, ob die Annahme einer Teilzerschlagung der ricardo-Gruppe zu einem Wert führen würde, der die festgelegte Barabfindung übersteigt.

Dabei wurde unterstellt, dass ricardo.de ihre 100%-Beteiligung an der ricardo.ch veräußert. Für die deutsche Gesellschaft wurde - wie in Abschnitt B.VI.5.1. - die Veräußerung der einzelnen Vermögensgegenstände und der Ausgleich sämtlicher Verbindlichkeiten angenommen.

Der Wertbandbreite für die Beteiligung ricardo.ch wurde wie folgt ermittelt: Für die Wertermittlung haben wir einerseits auf den Ertragswert der ricardo.ch, wie er sich auf Basis der Planungsrechnung inkl. der von uns vorgenommenen Plan- und bewertungstechnischen Anpassungen ergibt, abgestellt. Dieser stellt mit € 59,5 Mio. den oberen Wert der Bandbreite dar. In einer Alternativrechnung haben wir ermittelt, welcher anteilige Wert sich für ricardo.ch auf Basis des Übernahmeangebots, das MIH Internet B.V. den Aktionären der Tradus am 18. Dezember 2007 unterbreitet hat, ergeben würde. Dabei wurde der auf ricardo.ch entfallende Wertanteil unter Zugrundelegung des Anteils des operativen Ergebnisses (EBIT) der ricardo.ch am Konzern-EBIT von Tradus im Geschäftsjahr 2006/07 überschlägig geschätzt. Danach ergibt sich ein Wertbeitrag der ricardo.ch von ca. € 37,1 Mio.

Analog zur Vorgehensweise im Rahmen der Liquidationswertbetrachtung haben wir auch im Fall einer Teilzerschlagung aus Vereinfachungsgründen gegebenenfalls vorhandene Eventualverbindlichkeiten und Liquidationskosten nicht betrachtet. Ferner haben wir keine steuerlichen Belastungen aufgrund der bestehenden Verlustvorträge angesetzt.

Unsere Ergebnisse haben wir in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst:

Zerschlagungs-Szenario	Min Mio. €	Max Mio. €
Reinvermögen ricardo.de	6,3	6,3
abzgl. Beteiligungsbuchwerte	-6,0	-6,0
zzgl. stille Reserven Marke	24,6	24,6
Liquidationserlös ricardo.de	24,9	24,9
Beteiligung ricardo.ch	37,1	59,5
Sonstige Beteiligungen der ricardo.de	0,7	0,7
Liquidationserlös ricardo.de inkl. Beteiligungen	62,8	85,2
Aktienanzahl	8.323.332	8.323.332
Liquidationserlös je Aktie	7,54	10,24

Wie aus der Tabelle hervorgeht, führt auch der geschätzte Liquidationserlös im Fall einer Teilzerschlagung zu einem Wert unterhalb der festgelegten Barabfindung.

5.3. Bewertung auf Basis des Multiplikatorverfahrens

Gemäß Bestellungsbeschluss war zusätzlich eine Bewertung mit Hilfe eines vereinfachten überschlägigen Verfahrens vorzunehmen. Dem Standard IDW ES 1 folgend haben wir die Ertragswertberechnung einer Plausibilisierung anhand von Multiplikatoren unterzogen. Dabei haben wir uns im Wesentlichen auf die Prüfung der vom Bewertungsgutachter vorgenommenen Berechnung, die im Bewertungsgutachten ausführlich und detailliert dargelegt wurde, beschränkt. Im Rahmen unserer eigenen Analysen haben wir festgestellt, dass die Ableitung des vergleichenden Marktwerts sachgerecht erfolgte. Die Ergebnisse konnten durch eigene Berechnungen nachvollzogen werden. Die vom Bewertungsgutachter vorgenommenen Berechnungen führen zu einer Bandbreite von Unternehmenswerten von € 28,6 Mio. bis € 83,6 Mio. Da der von uns ermittelte Ertragswert von € 86,5 Mio. oberhalb dieser Bandbreite liegt, sind die Ergebnisse der vergleichenden Bewertung im vorliegenden Fall für die angemessene Barabfindung nicht von Relevanz.

6. Zusammenfassendes Ergebnis der Prüfung

Im Rahmen der Festlegung der angemessenen Barabfindung hat Tradus als Hauptaktionär der ricardo.de PwC beauftragt, eine gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der ricardo.de vorzunehmen. Die in diesem Zusammenhang von PwC durchgeführte Bewertung nach dem Ertragswertverfahren führte zu einem Ertragswert je Aktie von € 9,28. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Bewertung sowie die ihr zugrunde liegenden Planungsrechnungen eingehend analysiert. Bei Planannahmen und bewertungstechnischen Prämissen, bei denen abweichend vom Vorgehen des Bewertungsgutachter auch eine andere Sichtweise vertretbar wäre, haben wir auf Basis eines eigenständigen Bewertungsmodells die Auswirkungen auf den Unternehmenswert der ricardo.de abgeschätzt. Danach ergibt sich ein Ertragswert je Aktie von € 10,39. Da sich auf Basis unserer Berechnungen zeigte, dass auch bei abweichenden Annahmen der Ertragswert die angebotene Barabfindung nicht übersteigt, haben wir darauf verzichtet, mit den Vorständen der ricardo.de und ricardo.ch sowie PwC abschließend zu diskutieren, ob in Einzelfällen den von uns gesetzten Annahmen oder den in der PwC-Bewertung gesetzten Annahmen der Vorzug zu geben ist.

In einem weiteren Plausibilisierungsschritt haben wir retrograd ermittelt, bis zu welcher Höhe eine weitere einseitige Anpassung der zugrunde gelegten Planungsrechnung möglich wäre, ohne die festgelegte Barabfindung zu überschreiten. Hierbei zeigte sich, dass die maximal möglichen Anpassungen zu einer für ricardo.ch unrealistischen Verbesserung der Ertragssituation führen und auch insofern keine Anhaltspunkte für die Unangemessenheit der Barabfindung vorliegen.

Abschließend haben wir mit Hilfe alternativer Bewertungsverfahren, namentlich auf Basis einer Liquidationswertbetrachtung und des Multiplikatorverfahrens, überprüft, inwiefern die hierbei ermittelten Werte als Wertuntergrenze bei der Bemessung der Barabfindung zu berücksichtigen wären. Im Ergebnis ist festzustellen, dass die ermittelten Alternativwerte nicht geeignet sind, die festgelegte Barabfindung in Frage zu stellen.

7. Festgelegte Barabfindung

Die festgelegte Barabfindung gestaltet sich damit wie folgt:

Grundkapital in €	8.323.332,00
Anzahl der Stückaktien	8.323.332
Ertragswert zum Bewertungsstichtag in Mio. €	77,2
Ertragswert pro Aktie aufgerundet in €	9,28
Festgelegte Abfindung pro Aktie auf Basis des Börsenkurses in €	14,10

Angesichts der oben dargestellten Ableitung des Unternehmenswerts halten wir die festgelegte Abfindung pro Aktie zum heutigen Zeitpunkt für angemessen.

C. Prüfungsergebnis und Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung

Nach dem abschließenden Ergebnis unserer pflichtmäßigen Prüfung gemäß § 327c Abs. 2 AktG auf Basis der uns vorgelegten Urkunden, Bücher und Schriften sowie der uns gegebenen Auskünfte und Nachweise ist die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung angemessen.

Die Ermittlung des Unternehmenswerts wurde nach dem Ertragswertverfahren durchgeführt. Das Ertragswertverfahren ist nach herrschender Meinung in der Betriebswirtschaftslehre und im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer anerkannt und auch von der Rechtsprechung akzeptiert. Die festgelegte Barabfindung basiert auf dem durchschnittlichen 3-Monats-Börsenkurs vor Bekanntgabe des Squeeze-out-Verlangens am 18. September 2007 und liegt deutlich über dem Ertragswert der Gesellschaft.

Bei der Prüfung der vom Hauptaktionär festgelegten Barabfindung und bei unserer eigenständigen Bewertung der ricardo.de sind im Sinne der §§ 327c Abs. 2, 293e AktG keine besonderen Schwierigkeiten aufgetreten.

Nach § 327b Abs. 1 AktG muss die festgelegte Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Ausschluss der außenstehenden Aktionäre berücksichtigen. Sollten sich daher in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung (7. April 2008) und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der ricardo.de am 27. Mai 2008 über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der ricardo.de ergeben, die zu einer Erhöhung des Unternehmenswerts pro Aktie über die festgelegte Barabfindung hinaus führen würden, so wären diese bei der Bemessung der Barabfindung noch zu berücksichtigen.

Wir erteilen die abschließende Erklärung gemäß § 327c Abs. 2 AktG i.V.m. § 293e AktG wie folgt:

Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der ricardo.de Aktiengesellschaft, Hamburg, in Höhe von € 14,10 je Aktie angemessen.

Hamburg, 7. April 2008

- 17997/H -



Susat & Partner OHG

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Dr. Jörg Schlüter

Wirtschaftsprüfer



Dr. Peter Bartels

Wirtschaftsprüfer

Landgericht Hamburg

Kammer 017 für Handelssachen

Sievekingplatz 1, 20355 Hamburg
Telefon: 040/42843 2681
Telefax: 040/ 42843 2395
fristwahrendes Telefax:
040/ 42843 4318 o. -19
Konto für Vorschusszahlungen:
Justizkasse Hamburg
Dt. Bundesbank BLZ: 200 000 00
Konto: 200 015 01
(Gz. der Sache bitte angeben)

417 O 164/07

B E S C H L U S S

vom 28.9.2007

In der Sache

QEL ricardo plc,
vertreten durch die Geschäftsführer Christian Unger und Robert Dighero,
91, Peterborough Road, Matrix Complex, London SW6 3BU,
VEREINIGTES KÖNIGREICH GROSSBRITANNIEN UND NORDIRLAND

- Antragstellerin -

betreffend

ricardo.de AG,

beschließt das Landgericht Hamburg, Kammer 017 für Handelssachen, durch

den Vorsitzenden Richter am Landgericht Müller-Fritsch
als Vorsitzenden

1. Zur Prüferin der angemessenen Barabfindung anlässlich der beabsichtigten Übertragung von Aktien von Minderheitsaktionären auf die Hauptaktionärin (§§ 327c II, 293c, 293d AktG sog. Squeeze-Out) wird bestellt

Dr. Peter Bartels
c/o Fa. Susat & Partner OHG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Domstr. 15
20095 Hamburg
Tel. 040-41522-108

2. Die Kosten des Verfahrens hat die Antragstellerin zu tragen.

3. Der Streitwert wird festgesetzt auf € 50.000.-.

Gründe:

1. Die Bestellung erfolgt nach den §§ 327c II, 293c I AktG. Hiernach bestellt das Gericht auf Antrag des Hauptaktionärs einen oder mehrere sachverständigen Prüfer, wenn der Hauptaktionär beabsichtigt, auf der bevorstehenden Hauptversammlung einen Beschluss dahin fassen zu lassen, dass Aktien von Minderheitsaktionären auf den Hauptaktionär übertragen werden (sog. Squeeze-Out, § 327a AktG).

Diese Voraussetzungen liegen nach den Darlegungen der Antragstellerin (Hauptaktionärin) vor. Die Frage, ob die Antragstellerin als Gesellschaft englischen Rechts überhaupt Hauptaktionärin sein kann und sie tatsächlich über die behauptete Anzahl von Aktien verfügt, muss der Beurteilung im Rahmen eines sich evt. anschließenden Anfechtungsrechtsstreits und/oder eines Verfahrens nach dem SpruchG vorbehalten bleiben (MüKoAktG-Grunewald, § 327c Rdn. 12).

2. Das angerufene Gericht ist örtlich zuständig, weil nach den Darlegungen der Antragstellerin die abhängige Gesellschaft ihren im Handelsregister eingetragenen Sitz in Hamburg hat, § 293 c I 3 AktG. Die Entscheidung ergeht durch den insoweit zuständigen Vorsitzenden der Kammer für Handelssachen allein, § 293 c I 4 AktG.

3. Die Auswahl der Prüferin erfolgt durch das Gericht unter den nach den §§ 293d AktG, 319 I-III HGB geeigneten Kandidaten. Die ausgewählte Prüferin hat das Vorliegen dieser Kriterien schriftlich versichert.

4. Das Gericht möchte entsprechend den Zielen des SpruchG eine wirkliche unabhängige Prüfung nach § 327c AktG durchführen mit dem Ziel, das dabei entstehende Prüfungsgutachten in dem sich evt. anschließenden Spruchverfahren zu verwerten und ohne eine weitere Begutachtung auszukommen. Deshalb wird dem Prüfer aufgegeben, eine eigene Bewertung vorzunehmen.

5. Dem Prüfer wird ferner aufgegeben, die Prüfung insbesondere auch auf die Frage zu erstrecken, ob ein Verkauf der Firma in Teilen einen über dem Ertragwert

liegenden Erlös ergeben würde, welchen Wert die Substanz der Vermögenswerte hat und welcher Erlös bei einer Liquidation erzielt werden könnte. Sollte eine Begutachtung unter dem Standard IDW S 1 (alt oder neu) erfolgen, möge bitte zusätzlich eine Bewertung nach einem weiteren Bewertungsmodus überschlägig dargestellt werden. Sollte eine Bewertung nach dem Standard IDW S 1 (neu) vorgenommen werden, wird zusätzlich gebeten, ausschließlich solche Parameter heranzuziehen, die öffentlich zugänglich sind und deren Verwendung für jedermann nachvollziehbar ist. In jedem Fall soll der Darstellung des Unternehmenswertes eine Tabelle auf der Basis von Microsoft Excel als Datei beigefügt werden, die es dem Gericht ermöglicht, einzelne Parameter zu ändern und zu einer eigenen Beurteilung zu gelangen.

6. Die Prüferin wird ferner gebeten, nach Abschluss der Prüfung ein Exemplar des Prüferberichtes zur Gerichtsakte zu reichen. Außerdem wird gebeten, unter Beifügung der Honorarrechnung anzugeben, welches Honorar gezahlt wurde.

7. Die Bemessung des Gegenstandswertes beruht auf § 30 I KostO. Auf die Gebührenhöhe des § 121 KostO wird hingewiesen.

Müller-Fritsch



Pfeiffer
Justizangestellte

Allgemeine Auftragsbedingungen

für

Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2002

1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für die Verträge zwischen Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Beratungen und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich schriftlich vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

(2) Werden im Einzelfall ausnahmsweise vertragliche Beziehungen auch zwischen dem Wirtschaftsprüfer und anderen Personen als dem Auftraggeber begründet, so gelten auch gegenüber solchen Dritten die Bestimmungen der nachstehenden Nr. 9.

2. Umfang und Ausführung des Auftrages

(1) Gegenstand des Auftrages ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrages sachverständiger Personen zu bedienen.

(2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen schriftlichen Vereinbarung.

(3) Der Auftrag erstreckt sich, soweit er nicht darauf gerichtet ist, nicht auf die Prüfung der Frage, ob die Vorschriften des Steuerrechts oder Sondervorschriften, wie z. B. die Vorschriften des Preis-, Wettbewerbsbeschränkungs- und Bewirtschaftungsrechts beachtet sind; das gleiche gilt für die Feststellung, ob Subventionen, Zulagen oder sonstige Vergünstigungen in Anspruch genommen werden können. Die Ausführung eines Auftrages umfaßt nur dann Prüfungshandlungen, die gezielt auf die Aufdeckung von Buchfälschungen und sonstigen Unregelmäßigkeiten gerichtet sind, wenn sich bei der Durchführung von Prüfungen dazu ein Anlaß ergibt oder dies ausdrücklich schriftlich vereinbart ist.

(4) Ändert sich die Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgerungen hinzuweisen.

3. Aufklärungspflicht des Auftraggebers

(1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, daß dem Wirtschaftsprüfer auch ohne dessen besondere Aufforderung alle für die Ausführung des Auftrages notwendigen Unterlagen rechtzeitig vorgelegt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrages von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden.

(2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten schriftlichen Erklärung zu bestätigen.

4. Sicherung der Unabhängigkeit

Der Auftraggeber steht dafür ein, daß alles unterlassen wird, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährden könnte. Dies gilt insbesondere für Angebote auf Anstellung und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Hat der Wirtschaftsprüfer die Ergebnisse seiner Tätigkeit schriftlich darzustellen, so ist nur die schriftliche Darstellung maßgebend. Bei Prüfungsaufträgen wird der Bericht, soweit nichts anderes vereinbart ist, schriftlich erstattet. Mündliche Erklärungen und Auskünfte von Mitarbeitern des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrages sind stets unverbindlich.

6. Schutz des geistigen Eigentums des Wirtschaftsprüfers

Der Auftraggeber steht dafür ein, daß die im Rahmen des Auftrages vom Wirtschaftsprüfer gefertigten Gutachten, Organisationspläne, Entwürfe, Zeichnungen, Aufstellungen und Berechnungen, insbesondere Massen- und Kostenberechnungen, nur für seine eigenen Zwecke verwendet werden.

7. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

(1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Berichte, Gutachten und dgl.) an einen Dritten bedarf der schriftlichen Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, soweit sich nicht bereits aus dem Auftragsinhalt die Einwilligung zur Weitergabe an einen bestimmten Dritten ergibt.

Gegenüber einem Dritten haftet der Wirtschaftsprüfer (im Rahmen von Nr. 9) nur, wenn die Voraussetzungen des Satzes 1 gegeben sind.

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers zu Werbezwecken ist unzulässig; ein Verstoß berechtigt den Wirtschaftsprüfer zur fristlosen Kündigung aller noch nicht durchgeführten Aufträge des Auftraggebers.

8. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlägen der Nacherfüllung kann er auch Herabsetzung der Vergütung oder Rückgängigmachung des Vertrages verlangen; ist der Auftrag von einem Kaufmann im Rahmen seines Handelsgewerbes, einer juristischen Person des öffentlichen Rechts oder von einem öffentlich-rechtlichen Sondervermögen erteilt worden, so kann der Auftraggeber die Rückgängigmachung des Vertrages nur verlangen, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

(2) Der Anspruch auf Beseitigung von Mängeln muß vom Auftraggeber unverzüglich schriftlich geltend gemacht werden. Ansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

(3) Offensbare Unrichtigkeiten, wie z. B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse in Frage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

9. Haftung

(1) Für gesetzlich vorgeschriebene Prüfungen gilt die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

(2) Haftung bei Fahrlässigkeit, Einzelner Schadensfall

Falls weder Abs. 1 eingreift noch eine Regelung im Einzelfall besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gem. § 54 a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt; dies gilt auch dann, wenn eine Haftung gegenüber einer anderen Person als dem Auftraggeber begründet sein sollte. Ein einzelner Schadensfall ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfaßt sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden. Die Begrenzung auf das Fünffache der Mindestversicherungssumme gilt nicht bei gesetzlich vorgeschriebenen Prüfungen.

(3) Ausschußfristen

Ein Schadensersatzanspruch kann nur innerhalb einer Ausschußfrist von einem Jahr geltend gemacht werden, nachdem der Anspruchsberechtigte von dem Schaden und von dem anspruchsbegründenden Ereignis Kenntnis erlangt hat, spätestens aber innerhalb von 5 Jahren nach dem anspruchsbegründenden Ereignis. Der Anspruch erlischt, wenn nicht innerhalb einer Frist von sechs Monaten seit der schriftlichen Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde.

Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt. Die Sätze 1 bis 3 gelten auch bei gesetzlich vorgeschriebenen Prüfungen mit gesetzlicher Haftungsbeschränkung.

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

(1) Eine nachträgliche Änderung oder Kürzung des durch den Wirtschaftsprüfer geprüften und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschlusses oder Lageberichts bedarf, auch wenn eine Veröffentlichung nicht stattfindet, der schriftlichen Einwilligung des Wirtschaftsprüfers. Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit schriftlicher Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.

(2) Widerruft der Wirtschaftsprüfer den Bestätigungsvermerk, so darf der Bestätigungsvermerk nicht weiterverwendet werden. Hat der Auftraggeber den Bestätigungsvermerk bereits verwendet, so hat er auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers den Widerruf bekanntzugeben.

(3) Der Auftraggeber hat Anspruch auf fünf Berichtsausfertigungen. Weitere Ausfertigungen werden besonders in Rechnung gestellt.

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sowohl bei der Beratung in steuerlichen Einzelfragen als auch im Falle der Dauerberatung die vom Auftraggeber genannten Tatsachen, insbesondere Zahlenangaben, als richtig und vollständig zugrunde zu legen; dies gilt auch für Buchführungsaufträge. Er hat jedoch den Auftraggeber auf von ihm festgestellte Unrichtigkeiten hinzuweisen.

(2) Der Steuerberatungsauftrag umfaßt nicht die zur Wahrung von Fristen erforderlichen Handlungen, es sei denn, daß der Wirtschaftsprüfer hierzu ausdrücklich den Auftrag übernommen hat. In diesem Falle hat der Auftraggeber dem Wirtschaftsprüfer alle für die Wahrung von Fristen wesentlichen Unterlagen, insbesondere Steuerbescheide, so rechtzeitig vorzulegen, daß dem Wirtschaftsprüfer eine angemessene Bearbeitungszeit zur Verfügung steht.

(3) Mangels einer anderweitigen schriftlichen Vereinbarung umfaßt die laufende Steuerberatung folgende, in die Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:

- a) Ausarbeitung der Jahressteuererklärungen für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer sowie der Vermögensteuererklärungen, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger, für die Besteuerung erforderlicher Aufstellungen und Nachweise
- b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

Der Wirtschaftsprüfer berücksichtigt bei den vorgenannten Aufgaben die wesentliche veröffentlichte Rechtsprechung und Verwaltungsauffassung.

(4) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger schriftlicher Vereinbarungen die unter Abs. 3 d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

(5) Die Bearbeitung besonderer Einzelfragen der Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer, Einheitsbewertung und Vermögensteuer sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrages. Dies gilt auch für

- a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z. B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer, Kapitalverkehrsteuer, Grunderwerbsteuer,
- b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen und
- c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlung, Verschmelzung, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen.

(6) Soweit auch die Ausarbeitung der Umsatzsteuerjahreserklärung als zusätzliche Tätigkeit übernommen wird, gehört dazu nicht die Überprüfung etwaiger besonderer buchmäßiger Voraussetzungen sowie die Frage, ob alle in Betracht kommenden umsatzsteuerrechtlichen Vergünstigungen wahrgenommen worden sind. Eine Gewähr für die vollständige Erfassung der Unterlagen zur Geltendmachung des Vorsteuerabzuges wird nicht übernommen.

12. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze verpflichtet, über alle Tatsachen, die ihm im Zusammenhang mit seiner Tätigkeit für den Auftraggeber bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, gleichviel, ob es sich dabei um den Auftraggeber selbst oder dessen Geschäftsverbindungen handelt, es sei denn, daß der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2) Der Wirtschaftsprüfer darf Berichte, Gutachten und sonstige schriftliche Äußerungen über die Ergebnisse seiner Tätigkeit Dritten nur mit Einwilligung des Auftraggebers aushändigen.

(3) Der Wirtschaftsprüfer ist befugt, ihm anvertraute personenbezogene Daten im Rahmen der Zweckbestimmung des Auftraggebers zu verarbeiten oder durch Dritte verarbeiten zu lassen.

13. Annahmeverzug und unterlassene Mitwirkung des Auftraggebers

Kommt der Auftraggeber mit der Annahme der vom Wirtschaftsprüfer angebotenen Leistung in Verzug oder unterläßt der Auftraggeber eine ihm nach Nr. 3 oder sonstwie obliegende Mitwirkung, so ist der Wirtschaftsprüfer zur fristlosen Kündigung des Vertrages berechtigt. Unberührt bleibt der Anspruch des Wirtschaftsprüfers auf Ersatz der ihm durch den Verzug oder die unterlassene Mitwirkung des Auftraggebers entstandenen Mehraufwendungen sowie des verursachten Schadens, und zwar auch dann, wenn der Wirtschaftsprüfer von dem Kündigungsrecht keinen Gebrauch macht.

14. Vergütung

(1) Der Wirtschaftsprüfer hat neben seiner Gebühren- oder Honorarforderung Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen; die Umsatzsteuer wird zusätzlich berechnet. Er kann angemessene Vorschüsse auf Vergütung und Auslagenersatz verlangen und die Auslieferung seiner Leistung von der vollen Befriedigung seiner Ansprüche abhängig machen. Mehrere Auftraggeber haften als Gesamtschuldner.

(2) Eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagenersatz ist nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

15. Aufbewahrung und Herausgabe von Unterlagen

(1) Der Wirtschaftsprüfer bewahrt die im Zusammenhang mit der Erledigung eines Auftrages ihm übergebenen und von ihm selbst angefertigten Unterlagen sowie den über den Auftrag geführten Schriftwechsel sieben Jahre auf.

(2) Nach Befriedigung seiner Ansprüche aus dem Auftrag hat der Wirtschaftsprüfer auf Verlangen des Auftraggebers alle Unterlagen herauszugeben, die er aus Anlaß seiner Tätigkeit für den Auftrag von diesem oder für diesen erhalten hat. Dies gilt jedoch nicht für den Schriftwechsel zwischen dem Wirtschaftsprüfer und seinem Auftraggeber und für die Schriftstücke, die dieser bereits in Urschrift oder Abschrift besitzt. Der Wirtschaftsprüfer kann von Unterlagen, die er an den Auftraggeber zurückgibt, Abschriften oder Fotokopien anfertigen und zurückbehalten.

16. Anzuwendendes Recht

Für den Auftrag, seine Durchführung und die sich hieraus ergebenden Ansprüche gilt nur deutsches Recht.