

Landgericht Hamburg

Kammer 017 für Handelssachen

Sievekingplatz 1, 20355 Hamburg

Telefon: 040/ 42843- 2703

Telefax: 040/ 42843- 3511

fristwahrendes Telefax:

040/ 42843- 4318/4319

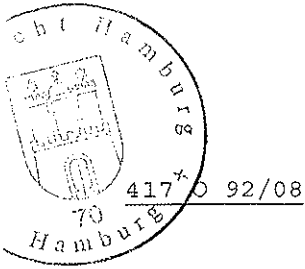
Konto für Vorschusszahlungen:

Justizkasse Hamburg

Dt. Bundesbank BLZ: 200 000 00

Konto: 200 015 01

(Gz. der Sache bitte angeben)



B E S C H L U S S

vom 23.8.2010

In der Sache

gegen

beschließt das Landgericht Hamburg, Kammer 017 für Handelssachen,

durch

den Vorsitzenden Richter am Landgericht

und die Handelsrichterinnen und

1. Die Anträge der Antragsteller auf gerichtliche Bestimmung einer angemessenen Barabfindung nach § 327f AktG werden zurückgewiesen.

2. Die gerichtlichen Kosten und Auslagen sowie die Kosten des Gemeinsamen Vertreters und die außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin hat die Antragsgegnerin zu tragen. Die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller fallen diesen jeweils selbst zur Last.

5. Der Geschäftswert für das Gericht, für den gemeinsamen Vertreter sowie für die außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin wird auf € 200.000.- festgesetzt. Die Geschäftswerte für die Antragsteller betragen jeweils € 5.000.-

Gründe:

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

A. Die tatsächlichen Grundlagen

Die Antragsteller waren Aktionäre der Fa. Jil Sander AG (im Folgenden: Fa. Jil Sander). Die Antragsgegnerin war am 6.9.06 deren Mehrheitsaktionärin und war danach bis zum einem Weiterverkauf im Herbst 2008 deren alleinige Aktionärin. Die Antragsgegnerin ist eine eigens zum Erwerb der Beteiligung an der Fa. Jil Sander gegründete Tochter der [REDACTED], die sich als Private-Equity-Investor auf den Erwerb und die Veräußerung von Qualitätsmarken und Retail-Geschäften spezialisiert hat.

Die Fa. Jil Sander ist eine im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg (HRB 42210) eingetragene Aktiengesellschaft. Bekanntmachungen der Gesellschaft hatten nach § 1 IV der vor und nach dem 5.9.06 geltenden Satzung lediglich im elektronischen Bundesanzeiger zu erfolgen. Das Geschäftsjahr beginnt am 1.2. und endet am 31.1. jeden Jahres. Das Grundkapital betrug am 5.9.06 € 6.500.000.- und war in 130.000 Stammaktien und 120.000 Vorzugsaktien zu je € 26.- aufgeteilt (vgl. Satzung Bl. 22f. der Gerichtsakte, GA). Sie wurde 1999 von Frau Heidemarie Jiline Sander (Jil Sander) gegründet, die ihre Beteiligung 1999 bzw. 2002 an die italienische Prada-Gruppe verkaufte, die sie ihrerseits im Frühjahr 2006 an die Antragsgegnerin verkaufte. Am 5.9.06 hielt die Antragsgegnerin alle 130.000 Stammaktien und von den 120.000 Vorzugsaktien 116.263 Stück, also 98,51%; die übrigen Aktien befanden sich im Streubesitz, u.a. bei den Antragstellern. Die Vorzugsaktien wurden an den Börsen Frankfurt und Hamburg sowie im Freiverkehr an den Börsen in Stuttgart und Bremen gehandelt (vgl. Bericht der Antragsgegnerin vom 10.7.06, Bl. 43f. GA).

Unmittelbar nach Erwerb der Aktien entschloss sich die Antragsgegnerin, die restlichen Aktien an sich zu bringen. Das Gesetz vom 20.12.01 zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen in Kraft (BGBl 2001 I, 3822f.), das am 1.1.2002 in Kraft trat, ermöglicht den Ausschluss von Minderheitsaktionären, wenn ein Aktionär mehr als 95% der Aktien auf sich vereinigt (§§

327a f. AktG, sog. „Squeeze-Out“). Am 2.5.06 und 10.7.06 verlangte die Antragsgegnerin von der Fa. Jil Sander die Einleitung eines Ausschlussverfahrens (Bl. 40f. GA). Am 15.5.06 bestimmte das Landgericht Hamburg auf ihren Antrag die von ihr u.a. vorgeschlagene

als gerichtliche Prüferin (im Folgenden:
Abfindungsprüferin) (Landgericht Hamburg, 417 O 47/06).

Am 10.7.06 legte die Antragsgegnerin einen Bericht über die beantragte Übertragung vor (Bl. 43f. GA), dem eine Bewertung des Unternehmenswertes durch

(im Folgenden:
, Unternehmensprüferin) zugrunde liegt. In ihm wurde der Unternehmenswert der Fa. Jil Sander auf € 65.832.000.- angenommen; auf dieser Basis ergebe sich unter Berücksichtigung der Regelungen der Satzung über die Verteilung des Überschusses (§ 19, Bl. 34f. GA) ein Wert von € 270,38 für eine Vorzugsaktie und von € 256,83 für eine Stammaktie. Angesichts des Umstandes, dass der relevante Börsenkurs der allein börsennotierten Vorzugsaktie € 347,94 betrage, sei eine Abfindung von € 347,94 für jede Vorzugsaktie und von € 256,83 für jede Stammaktie angemessen (Bericht S. 65, Bl. 103 GA).

Am 11.7.06 legte auch die Abfindungsprüferin ihr Gutachten vor (Bl. 105f. GA), in welchem sie die vorgeschlagene Abfindung als angemessen attestierte (S. 27, Bl. 134 GA). Schließlich übernahm am 10.7.06 , eine Bankgarantie für die Zahlung der Abfindung in der vorgesehenen Höhe (Bl. 141f. GA).

Auf der Hauptversammlung am 5.9.06, zu der am 13.7.06 im elektronischen Bundesanzeiger geladen worden war (Anlage zu notariellen Protokoll Bl. 177 GA) fassten die Aktionäre der Fa. Jil Sander einstimmig den folgenden Beschluss:

Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der Jil Sander Aktiengesellschaft (Minderheitsaktionäre) werden gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären (§§ 327a ff. AktG) gegen Gewährung einer von dem Hauptaktionär zu zahlenden Barabfindung in Höhe von € 256,83 je auf den Inhaber lautende Stammaktie sowie einer Barabfindung in Höhe von € 347,94 je auf den Inhaber lautende stimmrechtslose Vorzugsaktie jeweils mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von € 26.00 auf den Hauptaktionär, , eingetragen im Handels- und Gesellschaftsregister Luxemburg (Registre de Commerce et des Sociétés Luxembourg) , übertragen (notarielles Protokoll S. 31, Bl. 174 GA).

U.a. gegen diesen Beschluss erhoben mehrere Aktionäre Anfechtungs- und Nichtigkeitsklage (Landgericht Hamburg, 413 O 128/06). Am 23.3.07 schlossen alle Kläger mit Ausnahme der Klägerin unter Beitritt der Antragsgegnerin einen Vergleich, in welchem es u.a. heißt (Bl. 262f. GA):

Die im Beschluss der ordentlichen Hauptversammlung vom 5.9.08 festgelegte Barabfindung von € 347,94 je auf den Inhaber lautende Vorzugsaktie wird um € 12,06 auf € 360,00 erhöht, und zwar mit Wirkung für alle Minderheitsaktionäre, deren Aktien mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Beklagten auf die Beitretende übergehen.

....

Die Beitretende verpflichtet sich weiter, jedem der Minderheitsaktionäre, der ihr gegenüber binnen einer Frist von 2 Wochen seit dem Tag, an dem die Veröffentlichung nach Ziffer 8. im elektronischen Bundesanzeiger erscheinen ist (...) ..., erklärt, dass sie oder er

- keinen Antrag auf Einleitung eines Verfahrens gemäß § 327 f AktG stellen wird,
- Anträgen nicht beitreten wird und solche Verfahren auch in sonstiger Weise nicht fördern wird und

- auf einen etwaigen in einem Spruchverfahren festgesetzten Erhöhungsbetrag verzichtet
einen weiteren Erhöhungsbetrag von € 11,03 zu zahlen, so dass die ... erhöhte Barabfindung in diesem Fall nicht € 360,00, sondern € 371,03 ... beträgt.

....
Dieser Vergleich wirkt für sämtliche Minderheitsaktionäre, deren Aktien mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Beklagten auf die Beitretende übergehen. Dieser Vergleich stellt insoweit einen echten Vertrag zugunsten Dritter dar (§ 328 ff. BGB).

Die verbleibende Klage der einen am Vergleich nicht beteiligten Klägerin wurde am 4.7.07 abgewiesen. Auf ihre Berufung wurde durch das HansOLG am 27.12.07 ein weiterer Vergleich festgestellt, in welchem die Regelung des erstinstanzlichen Vergleichs auch für diese Klägerin vereinbart wurde (Bl. 275f. GA).

Die Vergleiche wurden im elektronischen Bundesanzeiger bekannt gemacht (Bl. 11a f. GA). Am 21.7.08 wurde der Beschluss der Hauptversammlung vom 5.9.06 in das Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg eingetragen (Bl. 254f GA) und dies am 22.8.08 im elektronischen Bundesanzeiger bekannt gemacht.

Die Anträge der Antragsteller gingen vom 31.7. bis 21.10.08 bei diesem Gericht ein (Bl. 1 – 874 GA). Das Gericht verband die Verfahren durch Beschluss vom 31.10.08, bestellte einen gerichtlichen Vertreter für alle nicht am Verfahren beteiligten Minderheitsaktionäre (Bl. 891f GA) und machte dies am 7.11.08 im elektronischen Bundesanzeiger bekannt (Bl. 905 GA).

Im September 2008, also kurz nach Eintragung des Squeeze-Out und kurz nach Beginn dieses Verfahrens, veräußerte die Antragsgegnerin ihre Aktien an den japanischen Modekonzern

B. Das Vorbringen der Parteien und ihre Anträge

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

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

Die Antragsteller beantragen deshalb

eine angemessene, höhere Abfindung zu bestimmen.

Einige Antragsteller beantragen ferner,

die Verzinsung der Abfindung nach § 327b II AktG anzuordnen.

II. Der gemeinsame Vertreter hat beantragt

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

Er moniert, die sachverständigen Prüfer hätten entgegen ihrem gesetzlichen Auftrag keine eigene Prüfungsleistung erbracht, sondern vielmehr die Bewertung der Unternehmensgutachter im Wesentlichen und unkritisch übernommen; deshalb bedürfe es der Einholung eines neuen und umfassenden gerichtlichen Gutachtens. Jedenfalls müsse noch der Börsenkurs für die Zeit von drei Monaten vor dem Beschlussstag ermittelt werden und die Antragsgegnerin schulde Auskunft darüber, zu welchem Preis sie die Fa. Jil Sander erworben und wieder veräußert habe. Der Kapitalisierungszins sei deutlich zu hoch angenommen worden und die Planungsrechnungen des Unternehmens angesichts des Umstandes nicht nachvollziehbar, dass weder die Antragsgegnerin noch die sachverständigen Prüfer die ihnen zugrunde liegende Materialien mitgeteilt hätten.

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

Deshalb beantragt die Antragsgegnerin,

die Anträge zurückzuweisen.

IV. Wegen des übrigen Vortrags der Parteien wird auf die von ihnen eingereichten Schriftsätze nebst Anlagen und auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 5.10.09 Bezug genommen. Außerdem werden Einzelheiten des Vortrags der Parteien noch zu den jeweiligen Einzelpunkten unter C.II. berichtet.

Am 5.10.09 fand eine mündliche Verhandlung statt, in der der Abfindungsprüferin angehört wurden. Wegen des Anhörungsergebnisses wird ebenfalls auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 5.10.09 verwiesen.

Im Anschluss daran hat die Antragsgegnerin den Vertrag, mit dem sie ihre Aktien von der erworben hat, sowie einige in diesem Zusammenhang bedeutsame Belege vorgelegt. Wegen dieser Unterlagen hat das Gericht durch Beschluss vom 9.11.09 vorläufig und am 12.1.10 die endgültige Geheimhaltung (§ 7 VII SpruchG) angeordnet und den gemeinsamen Vertreter mit der Prüfung beauftragt, ob der Vortrag der Antragsgegnerin zur Höhe des Erwerbspreises zutrifft. Der gemeinsame Vertreter hat am 28.7.10 sinngemäß mitgeteilt, die vorgelegten Belege wiesen einen Erwerbspreis von ca. € 68.000.000.- aus; lediglich die tatsächliche Abwicklung belegten die Unterlagen nicht.

Diesem Beschluss sind zwei Tabellen beigelegt. Die erste Tabelle vollzieht die Berechnungen der Antragsgegnerin zum Unternehmenswert nach; die geringfügig anderen Ergebnisse sind ausschließlich Rundungsfehlern geschuldet und die Tabelle ist ergänzt um eine Darstellung der Margen, auf die in der Begründung dieses Beschlusses Bezug genommen wird. Die zweite Tabelle stellt die – jeweils kenntlich gemachten - Korrekturen des Unternehmenswertes durch das Gericht und den sich daraus ergebenden höheren Unternehmenswert dar.

C. Die Begründung der gerichtlichen Entscheidung in der Hauptsache

I. Zulässigkeit

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

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

Die Aktien sind durch Beschluss vom 5.9.06 auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin übertragen worden. Die Antragsgegnerin war im Besitz von über 95% der Aktien (§ 327a I AktG), hat die Übertragung der Aktien verlangt, diese ist mit der erforderlichen Mehrheit der Hauptversammlung am 5.9.06 beschlossen worden und der Beschluss hat am 21.7.08 durch Eintragung in das Handelsregister Wirksamkeit erlangt (§ 327e III AktG).

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

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

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

4. Die Anträge sind auch rechtzeitig eingegangen. Die Antragsfrist beträgt nach § 4 I Ziffer 3 SpruchG drei Monate der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister nach § 10 HGB. Alle Anträge sind jedenfalls als Fax bis zum 21.10.08 bei Gericht eingegangen.

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

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

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

II. Begründetheit

Die Barabfindung muss nach § 327b I 1 AktG „die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen“. Gemeint ist damit eine volle Entschädigung; der Aktionär soll wie bei der Abfindung bei Abschluss eines Unternehmensvertrages (§§ 305f. AktG) einen vollen Ausgleich für den Vermögensverlust erhalten, der ihm durch den zwangsweisen Verkauf seiner Aktien entsteht (BVerfG NJW 1962, 1667; BVerfG NJW 1999, 3769, 3770; BGH NJW 2001, 2080, 2081; BGH NJW 2003, 3272, 3273). Der Vermögensverlust besteht darin, dass die zwangsweise verkaufte Aktie nicht zukünftig (zu einem erhofften höheren Preis) verkauft werden kann und dass der Aktionär auf die Aktie zukünftig keine Dividenden mehr erhält.

1. Der Börsenkurs

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

Von den Aktien der Fa. Jil Sander wurden, wie bereits dargestellt ist, nur die Vorzugsaktien gehandelt, nämlich an den Börsen Frankfurt und Hamburg sowie im Freiverkehr an den Börsen in Stuttgart und Bremen (vgl. Bericht der Antragsgegnerin vom 10.7.06, Bl. 43f. GA). Der Börsenkurs schwankte in der Zeit vom 5.9.05 bis zur Hauptversammlung am 5.9.06 zwischen € 320.- und € 400.- (Übersicht der Antragsgegnerin in AG 10, Bl. 257f GA).

a. Auf welchen Börsenkurs abzustellen ist, ist im Einzelnen streitig. Einige Antragsteller meinen, es müsse auf den Börsenkurs am Tag der Hauptversammlung abgestellt werden. Andere halten den Durchschnittskurs aus einem Dreimonatszeitraum vor der Hauptversammlung für zutreffend, der € 371,03 betragen habe.

b. Der gemeinsame Vertreter meint, es sei auf einen Zeitraum von 3 Monaten vor dem Tage des Beschlusses abzustellen (6.6.06 – 5.9.06); den Börsenkurs gelte es noch zu ermitteln.

c. Demgegenüber vertritt die Antragsgegnerin die Ansicht, es dürfe nicht auf einen einzigen Tag abgestellt werden, weil Börsenkurse von zufälligen Einflüssen abhingen; vielmehr sei auf einen Referenzzeitraum und den hierin ermittelten Durchschnitt abzustellen. Dabei müsse auf einen von der beabsichtigten Aktienübertragung unabhängigen Referenzzeitraum abgestellt werden, weil der Kurs nach Bekanntwerden

einer Übertragungsabsicht nicht mehr allein von einer Markteinschätzung, sondern vornehmlich von der Erwartung der Marktteilnehmer über die Höhe der Abfindung bestimmt werde. Außerdem sei die Lösung des BGH nicht praktikabel, weil der Börsenkurs zum Zeitpunkt der Hauptversammlung erst an diesem Tage feststehe, also unmöglich Grundlage des Abfindungsvorschlags und der Prüfung sein könne. Deshalb erscheine allein das Abstellen auf einen Zeitraum von 3 Monaten vor Bekanntgabe des geplanten Ausschlusses sachgerecht, wie es auch neuerdings in ähnlichem Zusammenhang § 5 I WpÜGAngebVO vorsehe. Hiernach ergebe sich ein durchschnittlicher Wert von € 347,94 pro Aktie.

d. Die Kammer ist der Auffassung, dass jedenfalls auf einen Referenzzeitraum abzustellen ist. Der Börsenkurs eines einzigen Tages ist in so hohem Maß von Zufälligkeiten beeinflusst, dass hiervon die Höhe der Abfindung ganzer Aktionärsgruppen nicht abhängen darf. Vielmehr erscheint die Annahme eines Referenzzeitraumes von 3 Monaten sachgerecht. Die Rechtsprechung hierzu ist uneinheitlich. Das BVerfG hat jüngst erneut entschieden, dass diese Festlegung den Instanzgerichten obliege (BVerfG, ZIP 2007, 175, 177). Verschiedene Oberlandesgerichte (u.a. OLG Hamburg, NZG 2003, 89, 90.; OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 590; OLG Karlsruhe, AG 2005, 45, 47; OLG München, ZIP 2006, 1722, 1723) stellen auf einen Zeitraum von 3 Monaten vor dem Beschluss der Hauptversammlung ab, andere Oberlandesgerichte ziehen die 3 Monate vor der Bekanntgabe des Squeeze-Out-Vorhabens heran (OLG Stuttgart, NZG 2007, 302; KG, NZG 2007, 71). Der BGH hat sich am 28.7.10 unter Aufgabe seiner bisherigen Rechtsprechung (NJW 2001, 2080, 2081 = ZIP 2001, 736) der Auffassung des OLG Stuttgart angeschlossen (II ZB 18/09, noch unveröffentlicht).

Die Kammer schließt sich im Grundsatz der neuen Auffassung des BGH an. Sie beachtet aber zudem, dass bei jedwedem Referenzzeitraum noch festgestellt werden muss, dass in ihm die Börsenwerte auch vom Wert der Aktie und nicht überwiegend von ganz anderen Kriterien, insbesondere einer offensichtlichen Marktenge oder von bevorstehenden Maßnahmen im Unternehmen beeinflusst sind (hierzu zusammenfassend Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Auflage 2009, S. 311f., Rn 1061f und OLG Stuttgart, AG 2007, 705, 715).

Im vorliegenden Fall ist die Kammer (anders als in zahlreichen zuvor entschiedenen Fällen) der Auffassung, dass es auf Börsenkurse nach der Bekanntgabe des Squeeze-Out-Vorhabens am 2.5.06 nicht ankommen kann. Auf dem Markt waren infolge der überragenden Mehrheit der Antragsgegnerin überhaupt nur 3737 Vorzugsaktien, das waren lediglich 1,49% aller Aktien. Nach der Bekanntgabe des Squeeze-Out-Vorhabens wurden nur noch etwa 300 von 120.000 Vorzugsaktien gehandelt, das sind bezogen auf die Gesamtzahl der Aktien nur 0,12%. Das ist eine so geringe Anzahl, dass sie nicht mehr repräsentativ genannt werden kann. Vielmehr kann hieraus mit hoher Wahrscheinlichkeit geschlossen werden, dass die Preisbildung nachhaltig von der Erwartung geprägt wurde, dass eine Hauptversammlung, die Festlegung einer Abfindung und daran anschließend ein Gerichtsverfahren stattfinden würden. Allein in diesem Verfahren sind mindestens 703 Aktien durch Antragsteller selbst vertreten, also etwa die doppelte Anzahl der nach der Bekanntgabe des Vorhabens noch gehandelten Aktien.

Die Kammer erachtet deswegen den Zeitraum von 3 Monaten vor der Hauptversammlung als nicht maßgebend.

Es kann offen bleiben, auf welchen Zeitraum stattdessen abzustellen ist. Erachtet man den Zeitraum von 3 Monaten vor der Bekanntgabe der Maßnahme als maßgebend, also

die Zeit vom 2.2. – 2.5.06, ergibt sich nach den zutreffenden Darlegungen der Antragsgegnerin (Ag 10, Bl. 257f. GA) ein Wert von € 347,94. Dieser Wert unterschreitet die festgelegte Abfindung nicht. Auch die durch den Vergleich festgelegte Abfindung von € 360.- ist höher. Stellt man hingegen etwa auf den Zeitraum eines Jahres vor dem Beschlussstag (6.9.05 – 5.9.06) ab, so ergibt sich ein deutlich darunter liegender Wert, wie sich ebenfalls aus der Zusammenstellung der Antragsgegnerin (AG 10, Bl. 257f. GA) ergibt.

Der Börsenkurs rechtfertigt die von den Antragstellern begehrte Erhöhung der Abfindung deshalb nicht.

2. Der Liquidationswert

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

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

Die durch den Beschluss der Hauptversammlung gewährte Abfindung von € 347,94 entspricht, wenn man den Wert der Stammaktien an den (wegen des in § 19 der Satzung geregelten Dividendenvorzugs) abweichenden Wert der Vorzugsaktien anpasst, einem Unternehmenswert von € 84.914.000.-. Die durch den Vergleich gewährte Abfindung für die Vorzugsaktien entspräche einem Unternehmenswert von € 87.856.000.-. Dass durch eine Liquidation des gesamten Unternehmens ein höherer Betrag erzielt werden könnte, liegt fern und hat auch keiner der Antragsteller substantiiert behauptet. Nach den mündlichen Erläuterungen der Abfindungsprüfer in der mündlichen Verhandlung vom 5.10.09 wären bei einer Liquidationsbilanz per 31.1.2006 – und die Werte waren am 5.9.06 nicht wesentlich anders zu bewerten – ein Eigenkapital nach einer Kapitalerhöhung von € 10.350.000.- und aus der Anpassung der Buchwerte ein Saldo von € 20.510.000.- zu berücksichtigen, so dass sich ein Liquidationswert von € 30.860.000.- ergeben hätte. Die Anpassung der Buchwerte hätte einen Markenwert von € 40.000.- und den Wegfall eines Darlehens der von € 10.000.000.- positiv verändert, allerdings auch die Ladeneinrichtung wertmäßig korrigiert (€ -10.401.000.-), den Kundenstamm um € -5.838.000.- geringer bewertet und ähnliche kleinere Positionen (vgl. die von überreichte Übersicht vom 5.10.09 (Bl. 1292 GA). Diese überzeugenden Ausführungen führen dazu, dass der Wert der Fa. Jil Sander nicht anhand des Liquidationswertes berechnet werden kann.

3. Die Bewertung der Fa. Jil Sander nach den tatsächlichen Erwerbsvorgängen

Einige der Antragsteller weisen darauf hin, dass sich maßgebende Hinweise auf den Wert der Fa. Jil Sander aus den tatsächlichen Erwerbsvorgängen ergäben.

a. Kauf der Fa. Jil Sander durch die Antragsgegnerin

Die Antragsgegnerin hat einen wesentlichen Teil der Aktien der Fa. Jil Sander im Frühjahr 2006, also unmittelbar vor Einleitung des Squeeze-Out am 5.9.06 von der . . . gekauft. Der Kaufpreis ist auch nicht mittelbar über ein Pflichtangebot nach den §§ 37 WpÜG, 9 I 3 WpÜGAngebotsVO öffentlich geworden, weil die Antragsgegnerin hiervon befreit wurde (Unternehmensbericht S. 11, Bl. 49 GA). Die Antragsteller zu 30 und 31 behaupten unter Bezugnahme auf einen Bericht des „Handelsblattes“ einen Erwerbspreis von € 150.000.000.-. Die Antragsgegnerin hat den Erwerbspreis zunächst nicht genannt, sondern nur behauptet, er habe deutlich unter dem im Übertragungsbericht genannten Wert gelegen, nämlich bei € 35.000.000.- gelegen. Später hat sie Unterlagen über den Erwerbsvorgang vorgelegt und angegeben, er habe unter Verrechnung zahlreicher Nebenvorgänge bei € 67.945.987,79 gelegen.

Das Gericht hat auf den Antrag der Antragsgegnerin zu den hierzu eingereichten Belege wegen der im Kaufvertrag vereinbarten Geheimhaltungsvereinbarung nach § 7 VII SpruchG angeordnet, dass sie den Antragstellern nicht offenbart werden dürfen, aber zugleich den gemeinsamen Vertreter mit der Prüfung beauftragt. Dieser hat am 28.7.10 mitgeteilt, die neuen Behauptungen der Antragsgegnerin zur Höhe des Kaufpreises seien durch die vorgelegten Unterlagen gedeckt; er könne nur nicht sagen, ob die Zahlungen und Rückzahlungen auch tatsächlich so geleistet worden seien. Auch nach einer Prüfung der Unterlagen durch die Kammer ergibt sich kein anderes Ergebnis. Da die Kammer der Antragsgegnerin glaubt, dass die Unterlagen vollständig sind und keinerlei Anhaltspunkte dafür hat, dass die Verträge nicht wie vereinbart abgewickelt worden sind, ist der Ankaufspreis kein geeignetes Kriterium für die Bestimmung der Höhe der Abfindung. Der Unternehmenswert, der die Abfindung der Antragsteller entspricht, liegt deutlich höher.

Dessen ungeachtet bringt die Kammer ihr Missfallen über die Informationspolitik der Antragsgegnerin in diesem Punkt zum Ausdruck. Es gibt keinen nachvollziehbaren Grund dafür, dass zunächst unrichtige Zahlen genannt wurden und dass zunächst statt des Vertrages lediglich das Angebot übermittelt wurde.

b. Abfindungen im Rahmen der Vergleiche

Die Hauptversammlung vom 5.9.06 hat die Höhe der Abfindung auf € 347,94 festgelegt. Im Rahmen der Vergleiche wurde sie auf € 360.- angehoben. Denjenigen Aktionären, die von einem Antrag nach dem Spruchgesetz absahen und auf eine dabei ggf. festgesetzte höhere Vergütung verzichteten, wurde eine zusätzliche Zahlung von € 11,03, also eine Gesamtabfindung von € 371,03 angeboten.

Es wird zu zeigen sein, dass der wirkliche Wert der hier zu beurteilenden Vorzugsaktien nicht mehr als € 360.-/Aktie beträgt.

Auf den Wert von € 371,03/Aktie kommt es nicht an. Dieser zusätzliche Betrag ist lediglich eine Belohnung für diejenigen Aktionäre, die auf ein Verfahren und eine höhere Abfindung verzichten; hier hat sich die Antragsgegnerin vor allem die ihr drohenden Kosten der Verfahren vergleichsweise vom Halse zu halten versucht. Mit der Höhe der Abfindung hat das nichts zu tun.

c. Verkauf der Fa. Jil Sander

Unstreitig ist hat die Antragsgegner die gesamte Fa. Jil Sander im September 2008 an den japanischen Modekonzern verkauft. Die Kammer unterstellt (unter Einschluss von Schuldübernahmen) einen Kaufpreis von € 232.000.000.-, weil die Antragsgegnerin entsprechenden Behauptungen der Antragssteller, die durch Presseberichte unterlegt sind, nicht entgegen getreten ist.

Dieser Wert kann gleichwohl nicht zur Bewertung herangezogen werden. Er soll (angeblich) erst im September 2008 erzielt worden sein, also fast genau 2 Jahre nach dem hier zu beurteilenden Stichtag 5.9.2006. Was in dieser Zeit mit der Fa. Jil Sander geschehen ist, ist völlig unklar und die Antragsgegnerin ist insoweit auch zu keinerlei Aufklärung verpflichtet. Nach den Schilderungen in der Presse und ihren eigenen Behauptungen muss es zu erheblichen Investitionen in die Gesellschaft gekommen sein und die Herkunft der Mittel ist ungewiss. Außerdem soll es nach den Mitteilungen zum Wechsel in der Unternehmensführung gekommen sein; die zumeist zugrunde liegenden Personalentscheidungen hängen nicht von der planbaren operativen Unternehmensstrategie ab, sondern vom Geschick der verantwortlichen Entscheider; möglicherweise hat die Antragsgegnerin hierbei nach dem Erwerb eine glückliche Hand gehabt. Zudem waren 2006 die Ergebnisse der Fa. Jil Sander deutlich negativ. Restrukturierungen waren zwar begonnen, aber noch nicht vollends umgesetzt und ihr wirtschaftlicher Erfolg noch völlig ungewiss; 2008 hingegen fand der Verkauf offenbar in einer Situation statt, in denen die Gesellschaft wieder sichere und steigende Erlöse und durch Konzentration auf die frühere Konzeption der Gründerin eine geänderte strategische Ausrichtung aufwies. Schließlich, und das mag den Verkaufspreis ebenfalls beeinflusst haben, konnte der Verkauf aller Aktien erfolgen, weil kurz zuvor nach dem Abschluss der Gerichtsverfahren das Squeeze-Out wirksam geworden war; die verkaufte Firma musste fortan nicht mehr mit Minderheitsaktionären auskommen, was die Unternehmensführung, Hauptversammlungen, Formwechsel und Kapitalmaßnahmen beträchtlich einfacher macht. Auf eine Partizipation an diesem Vorteil haben die Antragsteller aber keinen Anspruch, weil dies ein Vorteil ist, den das Unternehmen, an dem sie beteiligt waren, noch nicht hatte.

4. Die Bewertung der Fa. Jil Sander nach ihren zukünftigen Erträgen

a. Die Bewertungsmethode

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

weitere Nachweise bei Hüffer, AktG, 8. Auflage 2008, § 305 Rdn. 20). Ihr folgt deshalb das Gericht.

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

b. Die Durchführung der Bewertung

Bei der Bewertung der Fa. Jil Sander stützt sich das Gericht u.a. auf die schriftlichen Darlegungen der Antragsgegnerin in ihrem Bericht vom 10.6.06 (Bl. 43f. GA), der maßgeblich auf einem für das Unternehmen angefertigten Gutachten der fußt, auf das Prüfgutachten der (Bl. 105f. GA) sowie auf das Ergebnis der mündlichen Verhandlung vom 5.10.09 insbesondere auf die mündlichen Ausführungen des sachverständigen Prüfers, des Wirtschaftsprüfers.

aa. Einige Antragsteller und der gemeinsame Vertreter meinen, das Gutachten der könne schon deshalb nicht zur Bewertung herangezogen werden, weil es nur einen Tag nach dem Bericht der Antragsgegnerin fertig geworden sei und deshalb aufgrund einer parallelen Prüfung erstellt worden sein müsse; es werde sogar eingeräumt, dass die Prüfung teilweise in den Räumen der stattgefunden habe. Von einer unabhängigen Prüfung könne daher nicht die Rede sein. Deshalb sei das gesamte Gutachten nicht verwertbar und es müsse eine völlig neue gerichtliche Bewertung durch ein neues Gutachten stattfinden.

Das hat keinen Erfolg. Die Frage der Zulässigkeit der Parallelprüfung ist streitig (bejahend BGH DStR 2009, 862f.; BGH ZIP 2006, 2080, 2082; OLG Stuttgart, NZG 2004, 146, 148; LG Bonn, Der Konzern 2004, 491, 494, OLG Hamburg, NZG 2005, 86, 87; Land/Hennings, AG 2005, 380, 383; dagegen Puskajler, ZIP 2003, 518, 521; LG Berlin, ZIP 2003, 1352, 1355). Das Gesetz verhält sich nicht zu den Modalitäten der Prüfung durch den gerichtlich ernannten Prüfer. Es verbietet insbesondere dem Unternehmen nicht, eine einmal vorgeschlagene Abfindungshöhe nach Vorliegen des Prüfungsergebnisses des gerichtlich bestellten Prüfers zu verändern und einen erneuten Vorschlag zu unterbreiten. Auch eine vom Unternehmen eingeschaltete eigene Prüferin darf ihr Prüfungsergebnis selbstverständlich am Ergebnis des gerichtlich bestellten Prüfers ausrichten. Und

hm vom Unternehmen zur Verfügung gestellten Unterlagen und damit auch aktuelle Auswertungen wie Planungen und Bewertungen zur Kenntnis zu nehmen und für das Gericht auszuwerten. Die parallele Prüfung ist nichts anderes als das praktische Ergebnis dieser Abhängigkeiten und ist deshalb nicht untersagt.

Soweit das Gericht in dem Beschluss über die Bestellung der geäußert hatte, es solle möglichst eine separate Prüfung stattfinden, jedenfalls aber der Ablauf und der Hergang der Prüfung unter Einschluss der gegenseitigen Beratungen erläutert werden, ist dem durch die Erläuterungen der Prüfer in der mündlichen Verhandlung Rechnung getragen worden. Die Kammer hat den Eindruck, dass auch unter Berücksichtigung des oben geschilderten zulässigen Austausches eine letztlich unabhängige Prüfung stattgefunden hat.

bb. Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter meinen weiter, das Gutachten der sei in allem unergiebig, lasse keine eigene Prüfungsleistung erkennen und erschöpfe sich in der Bestätigung der Ergebnisse des Berichts bzw. der Begutachtung durch

Der notwendige Inhalt des Gutachtens ist in § 327c II 4 AktG mit Verweis auf § 293e AktG genau beschrieben. Danach ist die Methode der Begutachtung anzugeben und ihre Anwendung zu begründen und eine Prüfung vorzunehmen; dagegen wird weder der Prüfungsumfang noch die Prüfungstiefe oder der notwendige Umfang der Darstellung festgelegt. Über die angewendeten Methoden und die Gründe hierfür verhält sich das Gutachten der umfangreich; dass hierbei ersichtlich Textbausteine verwendet worden sind, trägt dem Inhalt keinen Abbruch, weil die Darlegungen in vielen Fällen gleich zu behandeln sind.

Dass eine ernsthafte und umfassende Prüfung wirklich stattgefunden hat, ergibt sich aus vielen Bemerkungen in dem Gutachten und ist durch die detaillierten Angaben deutlich geworden, die der Wirtschaftsprüfer in der mündlichen Verhandlung vom 5.10.09 erläuternd hinzuzufügen in der Lage war.

Das Gericht hat sich nach dem Ergebnis der mündlichen Verhandlung vom 5.10.09 entschlossen, auf die Einholung eines gerichtlichen Gutachtens zu verzichten. Hinsichtlich der Planungen des Unternehmens haben sich bereits in der Verhandlung genügende Anhaltspunkte für eine Überzeugungsbildung des Gerichts ergeben. Dass ein Gutachten insoweit tiefere und besser begründete Ergebnisse zutage fördern könnte, erscheint dem Gericht nicht naheliegend; vielmehr dürfte sich auch die Einschätzung des Gutachters auf dieselben, in allen Punkten wenig verlässlichen Prognosen der zukünftigen Markt- und Unternehmensentwicklung stützen müssen wie die der Firmen und sowie des Gerichts. Hinsichtlich der Annahmen für die Diskontierungszinssätze liegen in Literatur und Rechtsprechung zahllose Untersuchungen und Stellungnahmen vor und das Gericht hält es für überflüssig, ihnen noch eine – bei der nötigen Tiefe immens teure – Begutachtung hinzu zu fügen.

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

c. Die Berechnung des Wertes des Geschäfts der Fa. Jil Sander

aa. Die Grundsätze der Unternehmensplanung

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

Hierfür ist zunächst die Ermittlung der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse nötig. Die gefundenen Zahlen sind zu bereinigen um Einflüsse, die sich nur einzigartig ereignet haben und voraussichtlich nicht wiederkehren werden (Naturkatastrophen, steuerliche Änderungen, große Anschaffungen u.ä.), um verzerrende Wirkungen früherer Bindungen des Unternehmens (nichtäquivalente Verrechnungspreise im Konzern, Nutzung unternehmensfremden Eigentums zu nicht marktgerechten Preisen etc.) und um sonstige, nicht repräsentative Einflüsse. Außerdem ist zu prüfen, ob die Vergangenheitsperioden untereinander zu gewichten sind (zu vielem Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Auflage 2009, S. 93f., Rn. 310f.).

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

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

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

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

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

bb. Der Wert der Marke Jil Sander

Zu Unrecht monieren einige der Antragsteller sowie der gemeinsame Vertreter, die Ertragswertmethode sei für Firmen wie Jil Sander, die eine eingeführte Marke repräsentierten, ungeeignet. Nicht in erster Linie die zukünftigen Erträge, sondern der Wert der Marke selbst bestimmten den Unternehmenswert. Diese Ansicht unterstellt, dass ein potentieller Käufer einer solchen Firma unabhängig vom Ertrag kauft und gleichsam nur auf die Perpetuierung des tradierten Images setzt, von dem er sich nach Art eines Sammlers seltener Autos oder Bilder eine persönliche Befriedigung („Mir gefällt das“), eine Anerkennung des Fachpublikums („Der kann sich das leisten“) oder eine Wertsteigerung durch Verknappung („Das kann ich später mit Gewinn verkaufen“) erhofft. Das mag durchaus bei gewissen Marken so sein. Hier ist die Annahme schon im Ansatz verfehlt, weil der Gegenstand dieser Unternehmung Mode ist und diese deutlich kurzlebiger ist als viele andere Produkte. Auch die Überlegung, ein Erwerber sei bereit, einen höheren als den Ertragswert zu zahlen, wenn die erworbene Firma sein eigenes, bereits vorhandenes Portfolio sinnvoll und gewinnbringend ergänze („Ich kaufe mir jetzt die Leitidee meines Geschäfts“), verfängt im vorliegenden Fall nicht. Die Marke Jil Sander eignet sich für derlei Absichten schon wegen ihrer immer wieder betonten Alleinstellung in Modeansichten und ihrer Begrenzung auf bestimmte Menschentypen nicht, was das Scheitern des Prada-Konzerns, der diese Alleinstellung aufheben und eine Massenmarke begründen wollte, eindrucksvoll zeigt.

Zugrunde zu legen ist also nur der Ertrag, wenn dieser auch wahrscheinlich höher als der von Konkurrenten anzunehmen ist, weil er auf der Basis einer bereits fest eingeführten Marke erzielt werden kann und keine Kosten der Herstellung dieser Marke bzw. dieses Rufs mehr aufzuwenden sind.

cc. Die konkreten Planungen für die Fa. Jil Sander

Den Bewertungen der _____ und der _____ liegen die Planungen der Fa. Jil Sander selbst für die Jahre 2006/07 (Budget) und 2007/08 bis 2009/10 (Businessplan, Mittelfristplanung) zugrunde (Prüfungsbericht S. 14, Bl. 121 GA). Für die zweite Phase ab 2010/11 sind im Prinzip die geplanten Geschäftsergebnisse des Jahres 2009/10 jeweils mit einer Steigerungsrate von 2% (entsprechend dem unten angenommenen Wachstumsabschlag) fortgeschrieben worden, lediglich in einzelnen Punkten wurden Änderungen vorgenommen (Bericht S. 51, Bl. 89 GA).

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

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

Dabei ist darauf hinzuweisen, dass die in dem Bericht der Antragsgegnerin (AG 3) mitgeteilten Planungsrechnungen in einem Punkt einen Rechenfehler aufweisen: auf S. 43 ergibt die Addition der Teilsummen für „Retail“, „Wholesale“ und „Lizenz Erlöse“ nicht die für die „Umsatzerlöse“ mitgeteilte Gesamtsumme. Hierbei handelt es sich, wie die sachverständigen Prüfer überzeugend bestätigt haben, aber lediglich um eine Doppelberechnung im Teilbereich „Wholesale“, so dass es bei der in Ansatz gebrachten Summe bleibt.

aaa. Die zugrunde gelegte Planungsperiode

Der gemeinsame Vertreter und ihm folgend einige der Antragsteller meinen, die Planung für 2006/07 (konkret: 1.2.06 bis 31.1.07) sei bereits durch die tatsächlich erheblich besseren Ergebnisse derselben Periode widerlegt worden; für den Stichtag 5.9.06 sei das absehbar gewesen und deshalb seien derart pessimistische Prognosen zu korrigieren gewesen.

Die Antragsgegnerin dagegen steht auf dem Standpunkt, das tatsächlichen Ergebnis der Periode 2006/07 sei beträchtlich schlechter ausgefallen; die Planung habe jedenfalls nicht nach oben korrigiert werden müssen (Antragserwiderung S. 20, Bl. 995 GA).

Das Gericht folgt insoweit den Darstellungen der Antragsgegnerin. Der Geschäftsbericht 2006/07 (Bl. 318 GA) weist zwar eine verbesserte Rohmarge, aber zugleich ein Konzernergebnis (€ -11.425.000.-) aus, das deutlich unter der Planung (€ 7.520.000.-) liegt.

bbb. Umsatzerlöse

Die Planung der Fa. Jil Sander sieht vor, dass sich die Umsatzerlöse, die 2003 noch € 124.889.000.- betrugen, über € 145.066.000.- in der Periode 2006/07 auf € 188.469.000.-

in 2009/10 und daran anschließend im Bereich der „Ewigen Rente“ um jeweils 2% jährlich steigen sollen, also von 2006/07 bis 2009/10 um 30% in drei Jahren.

Einige Antragsteller monieren, dass diese Erlösausweitung bei weitem nicht die wirklichen Chancen des Unternehmens ausdrücke. Vor allem in dem neu erschlossenen Markt Japan zeige die spätere Entwicklung einen viel höhere Umsatzausweitung und im Bereich Lizenzen seien etliche Ausnutzungsmöglichkeiten der Marke „Jil Sander“ (sog. „Cross-selling“, z.B. Schuhe, Brillen, Kosmetika etc.) nicht ausgeschöpft.

Die Antragsgegnerin wendet dagegen ein, die Planung sehe immerhin eine radikale Kehrtwendung des Unternehmens von beträchtlichen jährlichen Verlusten (2003 bis 2005/06) hin zu einem Betriebsergebnis von € 13.642.000.- für 2009/10 vor, also eine außerordentlich optimistische Entwicklung.

Das Gericht folgt in diesem Punkt uneingeschränkt der Auffassung der Antragsgegnerin. Der sachverständige Prüfer hat in der Verhandlung vom 5.10.09 anhand von vielen Details dargestellt, dass es sich hierbei um eine so ambitionierte Planung gehandelt habe, dass sie nur mit gutem Willen als realistisch anzusehen gewesen sei.

ccc. Umsatzkosten und Rohertragsmargen

In den Jahren 2003 bis 2005/06 ergaben sich Rohertragsmargen von ca. 54%, die bereinigten Planungen der Gesellschaft erwarten für die Folgejahre 47-48%. Einige der Antragsteller halten Margen von bis zu 60% für möglich und angesichts der Restrukturierungsaufwendungen erwartbar, jedenfalls nicht die geplante geringere Marge.

Die Antragsgegnerin wendet ein, in der Vergangenheit seien lediglich 45% durchschnittlich erzielt worden und derartige Margen seien nicht erzielbar. Die tatsächliche Entwicklung zeige das; die Marge sei 2006/07 um 3% und 2007/08 um 13% verfehlt worden.

In Ergänzung ihrer Darlegungen im Unternehmensbericht hat die Antragsgegnerin Einzelheiten zu den Umsatzkosten für die Jahre 2003 – 2006/07 mitgeteilt (Schriftsatz vom 3.7.09, Bl. 1174 GA). Diese Angaben hat der sachverständige Prüfer als angemessen ebenso bestätigt wie deren Fortschreibung für die weiteren Planjahre bis hin zum Bereich der ewigen Rente.

Auch die Kammer hält die gewählten Ansätze für überzeugend.

ddd. Vertriebskosten

Die Vertriebskosten (Personal, Mieten, Werbung, Produktentwicklung, Abschreibung etc.) haben sich in den Jahren 2003 bis 2005/06 im Verhältnis zu den Rohumsätzen von 67% auf 61% ermäßigt, die Planung sieht eine weitere Verringerung bis 45% vor.

Hiergegen erheben einige Antragsteller zu einzelnen Posten Einwendungen (zu hohe Mieten, zu hohe Personalkosten, unplausible Erhöhung der Abschreibungen etc.). Die Antragsgegnerin begründet den Planungsansatz jeder dieser Positionen.

Das Gericht folgt insoweit nach der Anhörung des Abfindungsprüfers der Antragsgegnerin.

Hinsichtlich die **Mieten**, zu denen die Antragsteller monieren, sie seien tatsächlich schon in 2006/07 nur mit € 15.743.000.- und 2007/08 mit € 14.208.000.- statt geplanter € 16.966.000.- bzw. € 17.697.000.- angefallen, beruht das nach Darstellung der Antragsgegnerin und der Bestätigung der Prüfer darauf, dass die Shop-Fläche verkleinert wurde und sich die Fertigstellung einzelner Läden verzögerte.

Hinsichtlich der **Personalkosten**, bei denen die Antragsteller beklagen, dass dem in 2006/07 vorgesehenen Personalabbau von 562 auf 348 Mitarbeiter keine entsprechende Verminderung der Personalkosten folge, übersehen die Antragsteller, dass die Planung durchaus kongruent war: Es war für 2006/07 gegenüber 2005/06 ein Mitarbeiterrückgang von 562 auf 449 geplant (-20%) und eine Reduktion der Personalkosten von € 25.846.000.- auf € 21.935.000.- (-15%), was bei Berücksichtigung einer normalen Einkommenssteigerung eine schlüssige Planung war. Wenn tatsächlich am Ende der Periode 2006/07 dann nur noch 346 Mitarbeiter beschäftigt waren, mag das zutreffen; das korreliert dann aber auch mit einem tatsächlich erheblich gesunkenen Umsatz und beruht auf der weiteren Verkleinerung der Shops und der Auslagerung der Fertigung. Die Antragsgegnerin weist zudem zu Recht darauf hin, dass die Personalkostenquote erheblich rückläufig geplant wurde (2003: 19,92%; 2010/11: 12,51%). Schon deshalb erscheint die Planung der Fa. Jil Sander insoweit überzeugend.

Die Höhe der Ausgaben für **Verkaufsförderung und Werbung** werden von einzelnen Antragstellern mit der Begründung angegriffen, schon 2005/06 seien erheblich Kosten entstanden; es fehle eine Begründung für eine langdauernde Erhöhung dieser Position. Sie übersehen dabei zunächst, dass die tatsächlich in der Periode 2005/06 angefallenen erhöhten Sonderaufwendungen von € 1.464.000.- in der Darstellung der Unternehmensergebnisse aus den Jahren 2003 bis 2005/06 eliminiert wurde, um eine konsistente Planungsgrundlage zu erzielen (Bericht S. 46, Bl. 84 GA); das entspricht der gängigen und zutreffenden Vorgehensweise (Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 318f.). Und außerdem übersehen sie, dass die Quote der Gesamtkosten für Werbung von 8,54% (2003) auf 6,71% (2010/11) rückläufig geplant wurde. Es gibt daher insoweit keinen Anlass zu Kritik.

Zu der Höhe der **Abschreibungen** wenden sich die Antragsteller im Wesentlichen mit dem Argument, die Höhe der Abschreibungen (bzw. der vorgesehenen Ersatzinvestitionen, vgl. Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 957f., OLG Düsseldorf, DB 2000, 81, 82) von langfristig geplant € 5.600.000.- jährlich sei unverständlich angesichts der nur relativ bescheidenden überhaupt vorhandenen Sachanlagen und immaterieller Vermögenswerte (insgesamt ca. € 23.000.000.-). Diese Kritik ist nach den Darlegungen der Antragsgegnerin, die vom Abfindungsprüfer in der Verhandlung vom 5.10.09 gestützt wurde, nicht berechtigt. Zunächst einmal übersehen die Antragsteller, dass die Höhe der Abschreibungen (Reinvestitionen) von einem Ist-Stand von 7,61% (Relation zu Umsatzerlösen, 2003) auf einen für 2010/11 geplanten Wert von 2,91% zurückgehen soll. Die Relation zu dem Wert der jeweils vorhandenen, abschreibungs- oder ersatzfähigen Vermögensgegenständen lässt sich mit einem einzigen Wert für 2006/07 nicht beschreiben.

eee. Finanzaufwendungen

Hierzu bringen einige Antragsteller sinngemäß vor, dass die Fa. Jil Sander, solange sie zum -Konzern gehört habe, von dieser finanziert worden sei; die für die Zukunft geplanten höheren Finanzierungskosten beruhten im Wesentlichen darauf, dass die Antragsgegnerin zwecks Refinanzierung ihres Kaufpreises Geld aus dem Unternehmen abziehen und es auf die teurere Bankfinanzierung ihres laufenden Geschäfts verweisen wolle; das könne nicht zu Lasten der herausgeworfenen Minderheitsaktionäre gehen.

So liegt es aber in Wahrheit keineswegs. Die Finanzaufwendungen sind, wie die beigelegte Tabelle zeigt, von der Antragsgegnerin über alle zukünftigen Jahre rückläufig geplant worden. Im Übrigen hatte die Fa. Jil Sander gegenüber der ein zinsgünstiges Darlehen von € 10.000.000.- erhalten, dass bei Erreichen eines positiven Ergebnisses vor Abschreibungen zurück zu zahlen war, was nach den Planungen 2008/09 erreicht werden sollte; deshalb wird das Ergebnis ab 2009/10 zu Recht mit höheren Zinsen für ein entsprechendes Bankdarlehen belastet. Für ein von den Antragstellern vermutetes, geplantes „Aussaugen“ der Fa. Jil Sander durch die Antragsgegnerin spricht nichts.

fff. Thesaurierung

Die Fa. Jil Sander plante nach Darstellung der Antragsgegnerin im Übertragungsbericht und nach der Prüfung durch , in den Jahren 2006/07 bis 2009/10 keine Ausschüttungen vorzunehmen, sondern die sich ergebenden positiven Beträge zu thesaurieren, also im Unternehmen zu belassen und zur Rückführung von Verbindlichkeiten zu verwenden. Von den ab 2010/11 (und damit im Bereich der sog. „ewigen Rente“) erwarteten Ausschüttungen sollen 60% im Unternehmen verbleiben, was der langjährigen durchschnittlichen Ausschüttungsquote deutscher börsennotierter Unternehmen von 50% nahe komme. Das benachteilige den Aktionär und auch den ausscheidenden Aktionär nicht, weil die einbehaltenen Mittel im Unternehmen so angelegt werden, dass die Wiederanlage nach Abzinsung mit dem Kapitalisierungszins den gleichen Wertbeitrag liefere wie die Ausschüttung. Diese Methode stehe in Übereinstimmung mit dem Empfehlungen des IDW (S1 ab 2005).

Dem widersprechen die Antragsteller vehement, und verlangen die Errechnung des Ertragswertes auf der Grundlage der vollen Ausschüttung aller rechtlich zulässigerweise ausschüttbaren Erträge.

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

Die Kammer ist nicht genötigt zu entscheiden, ob und in welcher Höhe die Ausschüttungsannahmen zutreffend sind. Denn die neuere Ansicht stellt selbstverständlich die nicht ausgeschütteten Erträge wieder zugunsten des Unternehmens in die Berechnungen ein. Wie dies geschieht, ist nicht genau festgelegt. Es gibt im Grundsatz zwei Wege. Die thesaurierten, also im Unternehmen verbliebenen Erträge steigern das Eigenkapital und verringern das Fremdkapital, verringern also insgesamt den Verschuldungsgrad, weshalb man die thesaurierten Beträge zum Anlass nehmen kann, zukünftig den Risikofaktor dieses Unternehmens, nämlich den (unten noch zu erläuternden) Beta-Faktor deutlich günstiger und dadurch den rechnerischen Wert des Unternehmens deutlich höher anzunehmen. Die Antragsgegnerin und die

sachverständigen Prüfer haben die thesaurierten Beträge nicht auf einem solchen „Umweg“, sondern direkt berücksichtigt, indem sie jeweils in dem Jahr der Ausschüttungskürzung den Betrag der nicht ausgeschütteten Beträge als fiktiven Ertrag unter der Rubrik „Wertbeitrag aus Thesaurierung“ wieder hinzugesetzt und auf dieser Grundlage den Unternehmenswert berechnet haben (vgl. die anl. Tabelle 1, hierzu auch das Zahlenbeispiel bei Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, 495f.). Das führt im Ergebnis zu einem für die Antragsteller noch besseren Ergebnis als nach der alten Methode, weil die oben beschriebenen persönlichen Steuern der Aktionäre (die nach dem Halbeinkünfteverfahren 17,5% auf die ausschüttbaren Beträge ausmachen) auf einen geringeren Betrag als vorher entfallen. Deshalb ist generell gegen die Abweichung von der Vollausschüttungsannahme nichts einzuwenden.

Ein Sonderfall ist im vorliegenden Verfahren, dass nach den Planungen bis zum Jahre 2009/10 überhaupt keine Ausschüttungen erfolgen sollen, wenn man von den Zahlungen auf die Vorzugsdividende für die Vorzugsaktien absieht (jeweils jährlich € 156.000.-, in 2006/07 nachgeholt, also doppelt). Das hat seinen sachlichen Grund aber darin, dass Darlehen zurück zu führen sind (Antragserwiderung S. 38, Bl. 1013 GA). Das hat der Abfindungsprüfer zur Überzeugung des Gerichts in der mündlichen Verhandlung vom 5.10.09 überzeugend erläutert.

Eine kleine Abweichung liegt noch darin, dass nach den Planungen der Antragsgegnerin ab dem Bereich der „Ewigen Rente“, also ab 2010/11 jährlich ein Betrag von € 240.000.- (ca. 3,5% des Ergebnisses nach Steuern) weder ausgeschüttet noch als Wertbeitrag der Ausschüttung zugerechnet werden soll. Auch das hat aber seinen sachlichen Grund. Denn ab genau diesem Zeitpunkt wird nominal mit einer jährlichen Steigerung des Umsatzwachstums von 2% gerechnet (ausgedrückt in dem noch unten zu erörternden – erheblich unternehmenswertsteigernden – Wachstumsabschlag) und das ist nur sinnvoll, wenn in gleicher Weise eine Erhöhung des Eigenkapitals erfolgt; ansonsten hätte das Unternehmen langfristig eine dauerhaft abschmelzende Eigenkapitalquote.

d. Ergebnis der Bewertung

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

4. Die Abzinsung der zukünftigen Erträge

a. Die Notwendigkeit der Abzinsung und die Methode

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

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

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

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

Mit dem so gefundenen Ergebnis kann der Barwert der noch durchgeplanten zukünftigen Perioden errechnet werden. Bei dem Barwert der danach folgenden Perioden (der wegen der Annahme einer unbegrenzten Unternehmensdauer die „ewige Rente“ genannt wird und hier mit „2010/11“ bezeichnet ist) gilt im Grundsatz dasselbe, allerdings muss noch berücksichtigt werden, dass der dort zugrunde gelegte Ertrag zunächst mit dem Nominalwert, also nicht laufend steigend, sondern als statisch angenommen wird. Das entspricht nicht der Realität, weil die Erträge nominell steigen werden, wenn das Unternehmen in der Lage ist, die Folgen der inflationären Geldentwertung ganz oder teilweise an seine Abnehmer weiter zu geben. Wenn und soweit zukünftig mit steigenden Überschüssen zu rechnen ist, muss die Abzinsung weniger stark ausfallen. Die Abweichung wird durch einen sog. Wachstumsabschlag (vgl. unten e.) aufgefangen, mit welchem der Barwert der ewigen Rente letztlich erhöht wird (zu allem vgl. Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 926f.)

b. Der Basiszins

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

Die Unternehmensprüferin und die Abfindungsprüferin haben hierzu auf die vom „Institut der Wirtschaftsprüfer“ (IDW) und dessen Arbeitskreis Unternehmensbewertung“ (AKU) herausgegebenen Empfehlungen (IDW S 1) Bezug genommen und insbesondere auf die seit 29.6.05 bestehende Empfehlung,

hinsichtlich des Basiszinses auf die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten zurück zu greifen, Dabei handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen, d.h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen ermittelt werden. Danach nimmt die Antragsgegnerin einen Basiszins von 4,5% an und will dabei auf einen einheitlichen, barwertabhängigen, also bereits abgezinsten Zinssatz abstellen. Die Antragsteller stellen ebenfalls mehrheitlich auf die Zinsstrukturkurve ab, meinen aber, der sich daraus ergebende Zins betrage nur 4,0%.

Die Kammer nimmt zur Kenntnis, dass es keine eindeutige Lösung dieses Problems und auch keine zwingende rechtliche und/oder betriebs- oder volkswirtschaftliche Ableitung gibt und sieht auch keine Möglichkeit, durch Einholung eigener Gutachten oder Stellungnahmen weitere Klarheit zu schaffen. Daher ist der zugrunde zu legende Zinssatz unter wertender Betrachtung zu schätzen (§ 287 ZPO, BayObLG, AG 2006, 1324, 1325). Dabei erscheint die Heranziehung der Zinsstrukturdaten eine vertretbare Vorgehensweise. Die eigene Ermittlung durch das Gericht hat die Auffassung der Antragsteller bestätigt; per 5.9.06 betrug der Zins nach der Zinsstrukturkurve nach Nielsen/Siegel/Svensson 4,16%. Von diesem Wert geht die diesem Beschluss beigelegte Tabelle 2 aus.

c. Die allgemeine Marktrisikoprämie

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

Die Antragsteller verweisen auf wissenschaftliche Untersuchungen (Deutsches Aktieninstitut, Studien 2004, Heft 26) und meinen, der Ansatz von 5% sei völlig unvertretbar. Die Marktrisikoprämie könne allenfalls 2% betragen, nach neueren Untersuchungen sei eher von Werten unter 1% auszugehen (Wenger, Verzinsungsparameter, AG Sonderheft 2/2005, 9.; von Rosen, Studien des dt. Aktieninstituts Heft 26/2004, 15f.). In der Rechtsprechung seien in der Vergangenheit nur deutlich geringere Risikozuschläge anerkannt worden seien (BGH NJW 2003, 3272, 3273: 3%; OLG Düsseldorf, AG 2002, 398, 401: 0,5%; BayObLG, NZG 2006, 156, 159 = AG 2006, 44f.: über 2% besonders begründungsbedürftig; OLG Stuttgart, NZG 2007, 112: nur ausnahmsweise 5,4%; LG Dortmund, AG 2007, 792f.: 1%; vgl. ferner die Nachweise bei Klöcker/Frowein, Spruchverfahrensgesetz, § 1 Anh. Rn. 16 und Fn 4; MüKoAktG-Bilda § 305 Rn 80: 0,5-2,0%).

Die Antragsgegnerin entgegnet (wegen Einzelheiten wird auf die Seiten 69f. ihrer Antragsabweisung = Bl. 1044f GA verwiesen), nach der neuesten Untersuchung von Stehle (Die Wirtschaftsprüfung 2004, 906, 921; Widmann/Schieszl/Jeromin, Finanzbetrieb 2003, 800, 804) und der Empfehlung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) sei eine Risikoprämie (nach Steuern) von 5-6% angemessen (Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 903).

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

Referenzzeitraum des Ermittlung (Überblick bei Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 708f.).

Die von den Antragstellern und dem gemeinsamen Vertreter zitierten Ansichten in der Literatur und Entscheidungen und zahlreiche andere Urteile (OLG Hamburg, AG 2003, 585: 2%; OLG Ff/M, AG 2002, 405: 1,5%; BayObLG, AG 1996, 127, 129: 0,6%; OLG Düsseldorf, AG 1990, 397, 401: 0,5%; LG Dortmund, AG 1996, 278, 280: 1%) beziehen sich auf solche Untersuchungen, bei denen bereits eine Risikoeinschätzung bei der Ermittlung des prognostizierten Unternehmenserfolges erfolgt ist. Das entsprach den bis 2000 geltenden Vorschlägen des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) in deren HFA 2/83. Seit Einführung des neuen Standards im Juni 2000 (IDW S 1, WPg 2000, 825f.) sind die Unternehmensrisiken (mit wenigen Ausnahmen ausschließlich) im Kapitalisierungszins zu berücksichtigen (IDW S1 2000, Rn 94f.). Deshalb sind die von den Antragstellern herangezogenen Judikate überholt (OLG Stuttgart, AG 2007, 128, 134). Dem folgt auch die Beurteilung durch die Unternehmensprüferin und die Abfindungsprüferin. Die von der Antragsgegnerin genannten Quellen, die sich mit der Auffassung von Großfeld (Unternehmensbewertung 2009, Rn. 711f.) decken, erscheinen dem Gericht als eine vertretbare Grundlage für die Einschätzung.

Die erkennende Kammer hat bisher für die hier betreffende Zeit Marktrisikoprämien (jeweils nach Steuern) von 5% (417 O 124/05 „Spar“) und 5,5% (417 O 102/07 „Vion“) angenommen sowie für frühere Zeiträume durchgehend 5%. Dazu tendiert die Kammer auch hier. Aus der beigefügten Tabelle 2 sind die Auswirkungen ersichtlich.

d. Der Betafaktor

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

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

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

angesehen wird und <1 , wenn es als risikoärmer betrachtet wird. Die Beta-Werte werden für börsennotierte Unternehmen regelmäßig ermittelt und teilweise auch veröffentlicht.

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

bb. Der gemeinsame Vertreter hält die Bewertung für nicht nachvollziehbar und verlangt, dass der für die Fa. Jil Sander ermittelte tatsächlich Beta-Faktor von 0,26 herangezogen werde.

Die Antragsteller bezweifeln mehrheitlich die Tauglichkeit dieses Ansatzes und meinen, Schätzungen der Gerichte seien nach wie vor zuverlässiger und überzeugender. Jedenfalls hätten die Antragsgegnerin und die Prüfer ohne hinreichende Begründung nicht die tatsächlichen Beta-Werte der Fa. Jil Sander zugrunde gelegt, sondern auf nicht vergleichbare Beta-Werte anderer Unternehmen (Swatch, Boss, Burberry etc.) statt auf die von vergleichbaren Firmen (Aigner, Bijou Brigitte etc.) zurückgegriffen und damit unakzeptabel hohe Abwertungen verursacht.

cc. Die Antragsgegnerin dagegen ist der Auffassung, dass es der Anpassung der unternehmensspezifischen Merkmale an die allgemeine Marktrisikoprämie bedürfe. Der Beta-Faktor sei ein standardisiertes Maß für das Risiko eines Unternehmens und sei Ausfluss der Geschäftstätigkeit, des allgemeinen Marktumfeldes und der Kostenstruktur des Unternehmens; es spiegele auch die Auswirkung der Fremdfinanzierung auf das Risiko der Eigenkapitalgeber wider. Auf den eigenen Beta-Wert der Fa. Jil Sander von 0,26 könne es nicht ankommen, weil dieser aus viel zu wenigen Transaktionen gebildet worden sei. Deshalb hätten und die Abfindungsprüferin zu Recht die Beta-Werte vergleichbarer Unternehmen herangezogen (Hermès, Burberry, Dior, Escada, Boss, Weber, Swatch, Lauren u.a.). Insgesamt habe sich ein durchschnittlicher Beta-Wert von 0,94 ohne Berücksichtigung der Verschuldung ergeben, also bei vollständiger Eigenfinanzierung („unlevered Beta“). Dieser Wert müsse aber angepasst werden an das konkrete Unternehmen, das sich durch hohe Verschuldung, Verluste in der Vergangenheit, ambitionierte Planungen und ein schwieriges Marktumfeld auszeichne. Deshalb müssten Beta-Wert für 2006/07 von 1,32, 2007/08 von 1,51, 2008/09 von 1,58, 2009/10 von 1,49 und ab 2010/11 von 1,33 angenommen werden.

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

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

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

Es handelt sich um eine Modemarke, deren Erfolg von einem stark volatilen Käuferverhalten und in überragendem Maß von einem oft nicht planbaren Gefühl für zukünftige Markttendenzen abhängig ist. Die Produkte werden nicht wie Industrieartikel im engeren Sinne „benötigt“, der Absatz muss daher stets neu errungen werden. Schon das rechtfertigt im Prinzip einen Ansatz des Betafaktors von über 1,0.

Der sachverständige Prüfer hat in der Verhandlung vom 5.10.09 darüber hinaus ergänzend klargestellt, dass die Fa. Jil Sander zum Beurteilungsstichtag deutlich höher verschuldet war als die zum Vergleich herangezogenen anderen Unternehmen, so dass der Beta-Faktor mit Recht hier höher gewählt ist als der Durchschnitt.

Das lässt einen Beta-Wert über dem Normalmaß 1,0 sehr plausibel erscheinen. Das Gericht schätzt für die genannten Jahre einen Wert von 1,20. Die Folgen für die Bemessung des Unternehmenswertes sind in der beigefügten Tabelle 2 dargestellt.

e. Die Steuern

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

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

Die Höhe der Ertragssteuern der Aktionäre ist natürlich höchst verschieden, je nachdem, ob es sich um Kapitalgesellschaften oder um private Anleger handelt. Da es aber nicht um den konkreten Aktionär geht, sondern um eine durchschnittliche Steuerlast, erscheint es gerechtfertigt, mit der herrschenden Lehre und Rechtsprechung von einer typisierten Einkommenssteuer von 35% auszugehen.

Bei dem für die Markrisikoprämie gefundenen Wert handelt es sich bereits um einen Netto-Zinssatz, so dass keine Bereinigung um Steuern zu erfolgen braucht.

f. Der Wachstumsabschlag

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

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

bb. Die Antragsgegnerin verweist auf die Untersuchungen von Widmann/Schieszl/Jeromin (Finanzbetrieb 2003, 800ff.), wonach das durchschnittliche realisierte Gewinnwachstum in der Vergangenheit nur 45-50% der Inflationsrate betragen habe. Dem sei die Rechtsprechung gefolgt (BayObLG, AG 2002, 392, 292, AG 2002, 388, 389; OLG Stuttgart, NZG 2007, 112, 118; AG 2008, 510, 515, OLG München, AG 2007, 37, 39). Der angenommene Wachstumsabschlag von 2% sei deshalb mehr als angemessen. Ein höheres Wachstum der Fa. Jil Sander, das einen höheren Abschlag rechtfertige, sei nicht realistisch; durch die geplante regelmäßige Eröffnung neuer Shops werde zukünftig auf dem eng begrenzten Absatzmarkt eine Sättigungsgrenze erreicht. Auch das Lizenzgeschäft könne nicht beliebig ausgeweitet werden, weil nur solche seltenen Produkte lizenziert werden könnten, die den strengen Unternehmensstandards gerecht würden. Die ergebnisverbessernden Effekte der Strukturierung seien bereits in der Detailplanungsphase von 2006/07 bis 2009/10 berücksichtigt worden.

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

Dabei berücksichtigt das Gericht, dass die Fa. Jil Sander in der Vergangenheit und in der geplanten Zukunft für hochwertige und hochpreisige Modeartikel steht, die vorwiegend von begüterter Kundschaft erstanden wird. Deren Einkommen hat sich in den letzten Jahren und auch während der krisenhaften Entwicklungen der Jahre 2001/2002 und 2008f. stets besser entwickelt als die durchschnittlichen Einkommen der gesamten deutschen Bevölkerung. Das ist auch in den Märkten, die die Fa. Jil Sander zu erschließen gedenkt,

nicht anders. Deshalb wird die Fa. Jil Sander nach Auffassung der Kammer tendenziell in der Lage sein, inflationsbedingte Kostensteigerungen überwiegend vollständig auf ihre Abnehmer zu überwälzen. Wenn man, den Zielen der Europäischen Union folgend, aus Sicht des Jahres 2006 eine Inflationsrate von etwas über 2% erwartete, ist gegen den angenommenen Wachstumsabschlag von 2% aus Sicht der Kammer nichts einzuwenden.

5. Sonderwert: Steuerliche Verlustvorträge

Nach der Darstellung der Antragsgegnerin (basierend auf den Arbeiten der) bestanden per 1.2.06 gewerbsteuerliche und körperschaftssteuerliche Verlustvorträge von zusammen € 144.000.000.- bei der Fa. Jil Sander selbst und weitere € 33.000.000.- bei ausländischen Tochtergesellschaften, die unter Berücksichtigung der Mindestbesteuerung mit zukünftigen Gewinnen verrechnet werden könnten. Soweit in der Detailplanungsphase (2006/07 bis 2009/10) Gewinne geplant wurden, wurden diese Verlustvorträge berücksichtigt, es verblieb aber ein Rest. In der Phase der sog. „Ewigen Rente“ (2010/11) konnte dieser Rest, weil hier ein fiktiver Gleichgewichtszustand angenommen wurde, nicht berücksichtigt werden. Deshalb wurde ein fiktiver Posten „Steuerliche Verlustvorträge“ gebildet und dieser als fiktiver, zusätzlich ausschüttbarer Betrag von € 8.861.000.- dem Ertragswert zugerechnet. (Bericht S. 58, Bl. 96, vgl. auch Prüfungsgutachten S.21, Bl. 128 GA).

Hiergegen wenden einige der Antragsteller ein, die Entwicklung des Standes der Verlustvorträge innerhalb der Detailplanungsphase sei nicht plausibel, eine Berechnung der Höhe per 1.2.06 fehle. Außerdem hätte berücksichtigt werden müssen, dass jeder Investor, der das Unternehmen erwerbe, die Verlustvorträge für sich in vollem Umfang nutzen könne.

Die Antragsgegnerin hat hierzu in ihrer Antragserwiderung die Ansätze verteidigt und weitere Einzelheiten mitgeteilt. So beruhe der Rückgang der Verlustvorträge für die ausländischen Gesellschaften (2006: € 33.000.000.-, 2010: 22.000.000.-) nicht auf einem Verbrauch (durch Aufzehrung der Verluste wegen Steuerpflichten auf Gewinnen), sondern auf dem teilweisen Verfall des Rechts, den Verlust in weitere Zukunft vorzutragen. Eine Nutzungsmöglichkeit für einen zukünftigen Investor sei steuerlich nicht möglich und rechtlich infolge der „stand-alone-Beurteilung“ nicht zu berücksichtigen.

Der Abfindungsprüfer hat in der mündlichen Verhandlung die Berechnung des fiktiven Vermögenswertes erläutert. Die Kammer folgt den überzeugenden Darlegungen der Antragsgegnerin und der Abfindungsprüferin.

6. Steuerliches Einlagenkonto

Bei der vorstehenden Berechnung werden die Ausschüttungen, und zwar auch alle fiktiven Ausschüttungen, als vollständig steuerbar angenommen. Das ist für die Zeit bis zum Abbau des steuerlichen Einlagenkontos nicht ganz zutreffend, weil in dieser Zeit nach § 27 KStG die Ausschüttungen nicht als Dividenden angesehen, sondern als Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagenkonto behandelt werden und deshalb nicht der (typisierten) Einkommenssteuer unterliegen, sondern steuerfrei sind. Dieser Umstand kann systematisch nur schwer in die Berechnung der Werte für die „Ewige Rente“ integriert werden, weshalb die Antragsgegnerin, bzw. die sie beratende und die

Abfindungsprüfer insoweit ein fiktives Guthaben angenommen und es der Höhe nach mit € 2.045.000.- berechnet haben.

Diese Berechnung begegnet seitens der Aktionäre denselben Bedenken wie der Sonderwert „steuerliche Verlustvorträge“. Das Gericht folgt aus den genannten Gründen der Antragsgegnerin und dem Abfindungsprüfer.

7. Das Ergebnis und dessen Bewertung

Die beigefügte Tabelle 2 zeigt, wie sich gegenüber der Berechnung der Antragsgegnerin (Tabelle 1) der Unternehmenswert ändern würde, wenn man alle oben diskutierten Abweichungen in vollem Umfang zugunsten der Antragsteller ändern würde. Es ergäbe sich so ein Barwert der Fa. Jil Sander, ihrer Beteiligungen und sonstiger Werte per 1.2.06 von € 78.452.000.-

8. Die Berechnung der Höhe des Abfindungsanspruchs

Der so berechnete Wert ist der Wert per 31.1.06 bzw. 1.2.06, nämlich der zum Zeitpunkt des Endes des letzten Geschäftsjahres maßgebende Wert, auf den die Planung des Unternehmens gerechnet wurde.

Damit nun der per 5.9.06 maßgebende Wert ermittelt werden kann, muss der ermittelte Betrag angepasst werden. Dies geschieht durch Aufzinsung mit dem Zinssatz, der auch für den Kapitalisierungszins für die betreffende Periode (1.2.06 bis 31.1.07) Verwendung gefunden hat. Der Faktor und die Ergebnisse sind in den Tabellen dargestellt. Die Aufzinsung erstreckt sich entgegen der Ansicht der Antragsteller auch auf die beiden Sonderwerte.

Zum Zwecke der Ermittlung des Abfindungsanspruchs wird angenommen, dieser Wert würde an alle Aktionäre auf einmal ausgeschüttet, und zwar entsprechend den in der Satzung bestimmten Regeln, als handele es sich um den Bilanzgewinn. Hiernach genießen Vorzugsaktien Vorteile vor Stammaktien. Nach § 19 II der Satzung (Ag 1, Bl. 22f. GA) erhalten vom Bilanzgewinn zunächst die Vorzugsaktien eine Vorzugsdividende von 5% des auf sie entfallenden Teils des Grundkapitals, und zwar auch rückwirkend, soweit sie noch nicht gezahlt wurde. Danach erhalten vom verbleibenden Rest die Stammaktien einen Vorab von 5% des auf sie entfallenden Teils des Grundkapitals und schließlich im dritten Schritt beide Aktienarten den Rest, allerdings erhalten die Vorzugsaktien hierbei 5% mehr entsprechend ihrem Anteil am Grundkapital (also 1,025 gegenüber 0,975, was zu einer Differenz von 0,05, also 5% führt). Die Einzelheiten der Berechnungen und die Ergebnisse ergeben sich aus den beigefügten Tabellen. Die hierzu von der Antragsgegnerin gegebenen Erläuterungen (Schriftsatz vom 3.7.09, Bl. 1174f GA) weichen systembedingt ab, haben aber in der Sache kein anderes Ergebnis.

Im Ergebnis erweist sich, dass sich gegenüber der Festsetzung in der Hauptversammlung vom 5.9.06 eine höhere Barabfindung ergibt. Indessen liegt sie nicht über dem Betrag, auf den alle Aktionäre nach den Vergleichen vom 23.3.07 und 27.12.07 bereits Anspruch haben. Die Anträge der Antragsteller, die auf Festsetzung einer noch höheren Barabfindung als im Vergleich zugestanden zielen, sind daher nicht begründet. Sie sind daher zurückzuweisen.

Der Auffassung der Antragsteller zu 37-40, das Gericht müsse gleichwohl jedenfalls die in den Vergleichen vereinbarte Abfindung durch Gerichtsbeschluss festsetzen, folgt die Kammer nicht. Richtig ist, dass dieser Beschluss noch keinen Vollstreckungstitel darstellt und der Aktionär seine aus der Entscheidung im Spruchverfahren folgenden Ansprüche bei nicht freiwilliger Zahlung erst vor dem ordentlichen Gericht einklagen müsste (MüKoAktG-Volhard, § 11 SpruchG Rdn. 3,4 mwN). Jedoch können Grundlage für eine solche Klage ebenso gut die bereits genannten Vergleiche sein. Die Rechte aus den Vergleichen stehen den am Vergleich beteiligten Klägern direkt und allen übrigen Aktionären im Wege des § 328 BGB zu; sie sind nicht schlechter als die Festlegung im Spruchverfahren und werden ebenfalls durch Bekanntmachung im elektronischen Bundesanzeiger veröffentlicht, so dass auch gleiche Wahrnehmungschancen bestehen. Eine doppelte Titulierung in diesem Verfahren ist nicht notwendig (ebenso OLG Hamburg, Beschluss vom 16.7.09, 13 W 7/09).

D. Die Gründe für die Nebenentscheidungen

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

2. Die Antragsgegnerin hat ihre Kosten selbst zu tragen. In § 15 SpruchG fehlt eine Regelung zu den außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin, woraus sich ergibt, dass eine Kostenerstattung nicht stattfindet.

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

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

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

5. Der für die Bemessung der Gerichtsgebühren maßgebliche Geschäftswert bemisst sich nach § 15 I SpruchG auf den Betrag, der sich für die berechtigten Anteilshaber zusammen nach der Entscheidung des Gerichts zusätzlich zu dem ursprünglich

angebotenen Betrag ergibt, mindestens aber auf € 200.000.- und maximal € 7.500.000.-; er ist von Amts wegen festzusetzen. Weil die Abfindung nicht erhöht wird, muss es bei dem Mindestwert von € 200.000.-. bleiben.

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

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

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

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

Landgericht Hamburg		Tabelle 1		Berechnung der Antragsgegnerin					
417 O 92/08 Spruchverfahren Jil Sander AG									
A	Planungsrechnung	2003	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
	Retail	48.237	60.093	58.219	56.745	72.499	78.322	82.239	83.883
	Wholesale	72.104	89.578	69.063	85.440	91.258	96.533	101.673	103.706
	Lizenz Erlöse	4.548	3.425	3.112	2.881	4.632	6.864	7.207	7.351
	... Fehler im Bereich "Wholesale"					-2.404	-2.524	-2.650	-2.702
	Umsatzerlöse	124.889	153.096	130.394	145.066	165.985	179.195	188.469	192.238
	abz. Bezogene Leistungen	-39.160	-46.856	-43.098	-44.337				
	abz. Personalkosten Fertigung	-13.891	-18.131	-13.152	-17.781				
	abz. Overhead Fertigung	-7.467	-8.156	-6.742	-4.602				
	abz. Versicherung, Frachten, Zölle	-5.717	-6.703	-5.211	-5.589				
	abz. Sonstiges	-1.877	-5.672	-1.948	-1.844				
	Umsatzkosten	-68.112	-85.518	-70.150	-74.153	-81.233	-85.672	-89.566	-91.357
	Rohertrag	56.777	67.578	60.244	70.913	84.752	93.523	98.903	100.881
	.. Marge(Rohertrag/Umsatzerlöse)	54,54%	55,86%	53,80%	51,12%	48,94%	47,81%	47,52%	47,52%
	Personalk	-24.873	-25.846	-21.935	-22.075	-22.343	-23.083	-23.575	-24.047
	.. Marge (Personalk/Umsatzerlöse)	19,92%	16,88%	16,82%	15,22%	13,46%	12,88%	12,51%	12,51%
	MietK	-18.214	-20.874	-18.759	-16.966	-17.679	-18.945	-19.527	-19.917
	.. Marge (MietJ/Umsatzerlöse)	14,58%	13,63%	14,39%	11,70%	10,65%	10,57%	10,36%	10,36%
	WerbungsK	-10.664	-12.442	-10.994	-11.378	-11.916	-12.395	-12.643	-12.896
	.. Marge (WerbungsK/Umsatzerlöse)	8,54%	8,13%	8,43%	7,84%	7,18%	6,92%	6,71%	6,71%
	Produktentw	-3.497	-7.848	-5.923	-5.730	-5.641	-5.754	-5.869	-5.986
	Allg VerwK	-16.930	-18.794	-15.146	-16.024	-15.953	-16.545	-16.942	-17.281
	Abschreibungen	-9.500	-9.257	-6.990	-6.969	-7.329	-6.842	-6.705	-5.600
	.. Marge (Abschreibg/Umsatzerlöse)	7,61%	6,05%	5,36%	4,80%	4,42%	3,82%	3,56%	2,91%
	Kosten	-83.678	-95.061	-79.747	-79.142	-80.861	-83.564	-85.261	-85.727
	.. Marge (VertriebsK/Umsatzerlöse)	67,00%	62,09%	61,16%	54,56%	48,72%	46,63%	45,24%	44,59%
	Restrukturierungsaufwand	12.461	-1.119	-7.514	3.165	-425			
	Betriebsergebnis	-14.440	-28.602	-27.017	-5.064	3.466	9.959	13.642	15.154
	Finanzergebnis	-4.967	-2.279	-1.868	-2.456	-4.595	-3.950	-3.607	-3.995
	..Marge (Finanzaufw/Betriebsergebnis	34,40%	7,97%	6,91%	48,50%	132,56%	39,66%	26,44%	26,36%
	Ergebnis vor Steuern	-19.407	-30.881	-28.885	-7.520	-1.129	6.009	10.035	11.159
	Ertragssteuern	-4.506	1.270	2.662	0	0	0	-161	-4.385
	Ergebnis nach Steuern	-23.913	-29.611	-26.223	-7.520	-1.129	6.009	9.874	6.774
	 Marge (Ergebnis/Umsatzerlöse)	-19,15%	-19,34%	-20,11%	-5,18%	-0,68%	3,35%	5,24%	3,52%
B	Berechnung der Ausschüttungen								
	Ergebnis nach Steuern				-7.520	-1.129	6.009	9.874	6.774
	Thesaurierung				0	0	-5.852	-4.937	-240
	Wertbeitrag aus Thesaurierungen				0	0	0	0	-3.146

Wertbeitrag aus Ausschüttungen				312	156	156	4.937	3.388
typ ErtragsSt auf Ausschüttg 17,5%								-593
Ausschüttung				312	156	156	4.937	2.795
Wertbeitrag aus Thesaurierung				0	0	0	0	3.146
ausschüttbare Nettoeinnahmen				312	156	156	4.937	5.941
C Kapitalierungsgrundlagen	2003	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Basiszins vor typ Ertragssteuer	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Ertragssteuer 35%	-1,58	-1,58	-1,58	-1,58	-1,58	-1,58	-1,58	-1,58
Basiszins nach typ Ertragssteuer	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93
Marktrisikoprämie nach typ ErtragsSt	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Betafaktor verschuldet				1,32	1,51	1,58	1,49	1,33
ergibt Risikozuschlag				7,24	8,30	8,71	8,21	7,32
Basiszins + Risikozuschlag				10,17	11,22	11,63	11,13	10,25
Wachstumsabschlag								-2,00
Kapitalisierungszins				10,17	11,22	11,63	11,13	8,25
D Berechnung	2003	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
ausschüttbare Nettoeinnahmen	0	0	0	312	156	156	4.937	5.941
Kapitalisierungszins	0,00	0,00	0,00	10,17	11,22	11,63	11,13	8,25
Barwertfaktor				0,9077	0,8083	0,7189	0,6556	7,9514
Barwert per 1.2.06				283	126	112	3.237	47.242
kumulierter Barwert per 1.2.06								51.000
...Fehler?								159
kumulierter Barwert per 1.2.06								51.159
Steuerliche Verlustvorträge								8.861
Steuerliches Einlagenkonto								2.044
Unternehmenswert per 1.2.06								62.065
Aufzinsungsfaktor 1.2.-6.9.06								1,06073
kumulierter Barwert per 5.9.06 in T€								65.834
kumulierter Barwert per 5.9.06 in €								65.834.462
E Verteilung auf die Aktien								<i>Fehler?</i>
kumulierter Barwert per 5.9.06								65.832.000
Dividendenvorzug Vorzugsaktien 5%		65.832.000	250.000	263,33	120.000	31.599.360	-0,05	-1.579.968
Zwischensumme								64.252.032
Dividendenvorzug Stammaktien		64.252.032	250.000	257,01	130.000	33.411.057	-0,05	-1.670.553
Zwischensumme								62.581.479
Restverteilung Vorzugsaktien		62.581.479	250.000	250,33	120.000	30.039.110	-1,025	-30.790.088
Restverteilung Stammaktien		62.581.479	250.000	250,33	130.000	32.542.369	-0,975	-31.728.810
Ergebnis Vorzugsaktien		30.790.088	1.579.968	32.370.056	120.000	269,75		
... Angleichung wg Rundungsdifferenzen						269,75	0,63	270,38
Ergebnis Stammaktien		31.728.810	1.670.553	33.399.363	130.000	256,92		
... Angleichung wg Rundungsdifferenzen						256,92	-0,09	256,83

Landgericht Hamburg		Tabelle 2		Berechnung des Landgerichts				
417 O 92/08 Spruchverfahren Jil Sander AG								
A Planungsrechnung	2003	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Retail	48.237	60.093	58.219	56.745	72.499	78.322	82.239	83.883
Wholesale	72.104	89.578	69.063	85.440	88.854	94.009	99.023	101.004
Lizenz Erlöse	4.548	3.425	3.112	2.881	4.632	6.864	7.207	7.351
... Fehler								
Umsatzerlöse	124.889	153.096	130.394	145.066	165.985	179.195	188.469	192.238
abz. Bezogene Leistungen	-39.160	-46.856	-43.098	-44.337				
abz. Personalkosten Fertigung	-13.891	-18.131	-13.152	-17.781				
abz. Overhead Fertigung	-7.467	-8.156	-6.742	-4.602				
abz. Versicherung, Frachten, Zölle	-5.717	-6.703	-5.211	-5.589				
abz. Sonstiges	-1.877	-5.672	-1.948	-1.844				
Umsatzkosten	-68.112	-85.518	-70.150	-74.153	-81.233	-85.672	-89.566	-91.357
Rohrertrag	56.777	67.578	60.244	70.913	84.752	93.523	98.903	100.881
.. Marge (Rohrertrag/Umsatzerlöse)	54,54%	55,86%	53,80%	51,12%	48,94%	47,81%	47,52%	47,52%
PersonalK	-24.873	-25.846	-21.935	-22.075	-22.343	-23.083	-23.575	-24.047
.. Marge (PersonalK/Umsatzerlöse)	19,92%	16,88%	16,82%	15,22%	13,46%	12,88%	12,51%	12,51%
MietK	-18.214	-20.874	-18.759	-16.966	-17.679	-18.945	-19.527	-19.917
.. Marge (MietK/Umsatzerlöse)	14,58%	13,63%	14,39%	11,70%	10,65%	10,57%	10,36%	10,36%
WerbungsK	-10.664	-12.442	-10.994	-11.378	-11.916	-12.395	-12.643	-12.896
.. Marge (WerbungsK/Umsatzerlöse)	8,54%	8,13%	8,43%	7,84%	7,18%	6,92%	6,71%	6,71%
Produktentw	-3.497	-7.848	-5.923	-5.730	-5.641	-5.754	-5.869	-5.986
Allg VerwK	-16.930	-18.794	-15.146	-16.024	-15.953	-16.545	-16.942	-17.281
Abschreibungen	-9.500	-9.257	-6.990	-6.969	-7.329	-6.842	-6.705	-5.600
.. Marge (Abschreibg/Umsatzerlöse)	7,61%	6,05%	5,36%	4,80%	4,42%	3,82%	3,56%	2,91%
Kosten	-83.678	-95.061	-79.747	-79.142	-80.861	-83.564	-85.261	-85.727
.. Marge (VertriebsK/Umsatzerlöse)	67,00%	62,09%	61,16%	54,56%	48,72%	46,63%	45,24%	44,59%
Restrukturierungsaufwand	12.461	-1.119	-7.514	3.165	-425			
Betriebsergebnis	-14.440	-28.602	-27.017	-5.064	3.466	9.959	13.642	15.154
Finanzergebnis	-4.967	-2.279	-1.868	-2.456	-4.595	-3.950	-3.607	-3.995
.. Marge (Finanzaufw/Betriebsergebnis)	34,40%	7,97%	6,91%	48,50%	132,56%	39,66%	26,44%	26,36%
Ergebnis vor Steuern	-19.407	-30.881	-28.885	-7.520	-1.129	6.009	10.035	11.159
Ertragssteuern	-4.506	1.270	2.662	0	0	0	-161	-4.385
Ergebnis nach Steuern	-23.913	-29.611	-26.223	-7.520	-1.129	6.009	9.874	6.774
.... Marge (Ergebnis/Umsatzerlöse)	-19,15%	-19,34%	-20,11%	-5,18%	-0,68%	3,35%	5,24%	3,52%
B Berechnung der Ausschüttungen								
Ergebnis nach Steuern				-7.520	-1.129	6.009	9.874	6.774
Thesaurierung				0	0	-5.852	-4.937	-240
Wertbeitrag aus Thesaurierungen				0	0	0	0	-3.146

Wertbeitrag aus Ausschüttungen				312	156	156	4.937	3.388
typ ErtragsSt auf Ausschüttg 17,5%								-593
Ausschüttung				312	156	156	4.937	2.795
Wertbeitrag aus Thesaurierung				0	0	0	0	3.146
ausschüttbare Nettoeinnahmen				312	156	156	4.937	5.941
C Kapitalierungsgrundlagen	2003	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Basiszins vor typ Ertragssteuer	4,16	4,16	4,16	4,16	4,16	4,16	4,16	4,16
Ertragssteuer 35%	-1,46	-1,46	-1,46	-1,46	-1,46	-1,46	-1,46	-1,46
Basiszins nach typ Ertragssteuer	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70
Marktrisikoprämie nach typ ErtragsSt	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Betafaktor verschuldet				1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
ergibt Risikozuschlag				6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Basiszins + Risikozuschlag				8,70	8,70	8,70	8,70	8,70
Wachstumsabschlag								-2,00
Kapitalisierungszins				8,70	8,70	8,70	8,70	6,70
D Berechnung	2003	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
ausschüttbare Nettoeinnahmen	0	0	0	312	156	156	4.937	5.941
Kapitalisierungszins	0,00	0,00	0,00	8,70	8,70	8,70	8,70	6,70
Barwertfaktor				0,9199	0,8463	0,7785	0,7162	10,6828
Barwert per 1.2.06				287	132	121	3.536	63.470
kumulierter Barwert per 1.2.06								67.546
... Fehler?								
kumulierter Barwert per 1.2.06								67.546
Steuerliche Verlustvorträge								8.861
Steuerliches Einlagenkonto								2.044
Unternehmenswert per 1.2.06								78.452
Aufzinsungsfaktor 1.2.-6.9.06								1,05199
kumulierter Barwert per 5.9.06 in T€								82.531
kumulierter Barwert per 5.9.06 in €								82.530.606
E Verteilung auf die Aktien								
kumulierter Barwert per 5.9.06								82.530.606
Dividendenvorzug Vorzugsaktien 5%		82.530.606	250.000	330,12	120.000	39.614.691	-0,05	-1.980.735
Zwischensumme								80.549.871
Dividendenvorzug Stammaktien		80.549.871	250.000	322,20	130.000	41.885.933	-0,05	-2.094.297
Zwischensumme								78.455.575
Restverteilung Vorzugsaktien		78.455.575	250.000	313,82	120.000	37.658.676	-1,025	-38.600.143
Restverteilung Stammaktien		78.455.575	250.000	313,82	130.000	40.796.899	-0,975	-39.776.976
Ergebnis Vorzugsaktien		38.600.143	1.980.735	40.580.877	120.000	338,17		338,17
Ergebnis Stammaktien		39.776.976	2.094.297	41.871.273	130.000	322,09		322,09