

Beglaubigte Abschrift

Aktenzeichen:
42 O 49/16 KfHSpruchG



Landgericht Stuttgart

Beschluss

In dem Spruchverfahren

gegen

wegen Feststellung

hat das Landgericht Stuttgart - 42. Kammer für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht den Handelsrichter und den Handelsrichter am 24.09.2018 beschlossen:

1. Die Anträge der Antragsteller Ziff. 29, 47 und 48 auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung und eines angemessenen Ausgleichs werden als unzulässig verworfen.
2. Die Anträge der übrigen Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters der nicht antragstellenden Aktionäre auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung und eines angemessenen Ausgleichs werden zurückgewiesen.
3. Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten, ihre eigenen außergerichtlichen Kosten und die nach den gesetzlichen Bestimmungen zu berechnende Vergütung des gemeinsamen

Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre. Außergerichtliche Kosten der Antragsteller werden nicht erstattet.

4. Der Geschäftswert wird auf 200.000,00 Euro festgesetzt.

Gründe:

A.

Die Antragsteller begehren im Wege dieses Spruchverfahrens die gerichtliche Festsetzung einer angemessenen Barabfindung und eines angemessenen Ausgleichs wegen des Abschlusses eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages (BGAV) zwischen der Antragsgegnerin als herrschender Gesellschaft mit der Saint-Gobain Oberland Aktiengesellschaft, Bad Wurzach, seit August 2016 firmierend unter Verallia Deutschland AG (daher i.F. nur: Verallia) als abhängiger Gesellschaft.

I.

Die Antragsteller sind Minderheitsaktionäre der Verallia.

Gegenstand des Unternehmens ist die Herstellung und der Vertrieb von Glasverpackungen aller Art und verwandten Artikeln, die technische und marktwirtschaftliche Beratung Dritter auf dem Gebiet der Glasherstellung sowie die Know-How-Verwertung im weitesten Sinn. Bis zum 31. Dezember 2015 war der Gegenstand des Unternehmens darüber hinaus die Projektierung, Entwicklung und der Verkauf von Anlagen der Glasindustrie. Die Verallia ist an fünf Tochterunternehmen und einem Enkelunternehmen in Russland und der Ukraine beteiligt. Zudem besteht eine Beteiligung in Höhe von 1,01 % an der thailändischen Gesellschaft Bangkok Glass Industry Ltd.

Die Antragsgegnerin ist eine in das Handelsregister des Amtsgerichts München eingetragene Gesellschaft mit beschränkter Haftung. Gegenstand der Antragsgegnerin ist der Erwerb, das Halten, die Verwaltung, Finanzierung und Veräußerung von Beteiligungsgesellschaften.

Mit Kaufvertrag vom 22. Januar 2016 erwarb die Antragsgegnerin 916.600 Aktien an der Verallia, nachdem sie bereits mit Ad-Hoc-Mitteilung vom 15. Dezember 2015 angekündigt hatte, als dann

herrschendes Unternehmen mit der Verallia als beherrschtem Unternehmen sobald wie möglich einen BGAV gemäß den §§ 291 ff. AktG abschließen zu wollen. Am 25. April 2016 kam es zum entsprechenden Vertragsschluss (BGAV vom 25. April 2016, Anlage LL 01, LO Anlagen AG-Vertreter).

In dem BGAV ist ein Abfindungsangebot von 433,02 Euro je Aktie festgesetzt und ein jährlicher Ausgleich von brutto 20,27 Euro bzw. zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses von netto 17,06 Euro je Aktie vorgesehen. Grundlage hierfür war eine Unternehmensbewertung der

vom 15. April 2016

(Anlage LL 2, LO Anlagen AG-Vertreter). Die

, die durch Beschluss des Landgerichts Stuttgart vom 9. Februar 2016 - 31 O 8/16 KfH AktG zum sachverständigen Prüfer nach § 293c AktG bestellt wurde (i.F. auch sachverständiger Prüfer), erstellte ihren Bericht am 18. April 2016 (Anlage LL 3, LO Anlagen AG-Vertreter). Der sachverständige Prüfer kam zu dem Ergebnis, dass die in dem BGAV vorgesehene Abfindung und der vorgesehene Ausgleich angemessen sind.

Die Hauptversammlung der Verallia stimmte auf Grundlage eines gemeinsamen Berichts der Geschäftsführung der Antragsgegnerin und des Vorstands der Verallia vom 25. April 2016 (LL 2, LO Anlagen AG-Vertreter) dem BGAV am 8. Juni 2016 zu. Die Eintragung des BGAV ins Handelsregister und deren Bekanntmachung erfolgten am 1. Dezember 2016.

Das Grundkapital der Verallia beträgt 26 Millionen Euro und ist in eine Million auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien aufgeteilt. Die Aktien der Gesellschaft sind im regulierten Markt der Börsen Frankfurt am Main, München und Stuttgart sowie im Freiverkehr der Börsen Berlin und Düsseldorf notiert. Der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs in den drei Monaten vor der Ad-Hoc-Mitteilung vom 15. Dezember 2015 betrug nach Berechnung der BaFin 373,11 Euro je Aktie.

Grundlage der Abfindung und des Ausgleichs ist das Gutachten von vom 15. April 2016.

ermittelte den Unternehmenswert der Verallia auf Basis der vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) aufgestellten Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen vom 2. April 2008 (IDW S 1 i.F. 2008) im Ertragswertverfahren.

Hierbei gelangt zu einem Ertragswert des operativen Geschäfts der Verallia zum Stichtag am 8. Juni 2016 von 430.155 TEUR (Seite 58). Zuzüglich von Sonderwerten wegen der Beteiligung an der Bangkok Glass Industry Ltd., Körperschaftssteuerguthaben, Ackerflächen und Betriebswohnungen von insgesamt 2.864 TEUR ermittelt einen Unternehmenswert zum 8. Juni

2016 von 433.019 TEUR, mithin bei einer Million Inhaberaktien einen Wert von 433,02 Euro je Aktie (Seite 59). Den jährlich zu zahlenden Ausgleich berechnet mit brutto 20,27 Euro bzw. netto 17,06 Euro je Aktie (Seite 64 ff.).

Die Wertermittlung durch gründete auf einer Vergangenheitsanalyse für die Jahre 2013, 2014 und 2015 sowie auf einer Ertragsplanung der Gesellschaft für die Jahre 2016 bis 2021, einschließlich der Planung für das Rumpfgeschäftsjahr 1. Januar bis 29. Februar 2016, das wegen Umstellung des Geschäftsjahrs auf das abweichende Geschäftsjahr 1. März bis 28. Februar entstanden war.

Wegen der weiteren Einzelheiten der Bewertung wird auf das Gutachten von (Anlage LL 02, LO Anlagen AG-Vertreter) verwiesen.

Der sachverständige Prüfer bestätigte die Angemessenheit der in dem BGAV vorgesehenen Abfindung und Ausgleichszahlung.

Wegen der Einzelheiten wird auf den „Bericht über die Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen der und der Saint-Gobain Oberland Aktiengesellschaft, Bad Wurzach, gem. § 293b Abs. 1 AktG“ vom 18. April 2016 von (Anlage LL 03, LO Anlagen AG-Vertreter) verwiesen.

Ab dem 5. Dezember 2016 haben 48 Antragssteller Anträge auf Festsetzung einer über 433,02 Euro je Aktie hinausgehenden Barabfindung und eines über brutto 20,27 Euro je Aktie hinausgehenden Ausgleichs eingereicht.

II.

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre tragen zur Begründung zusammengefasst Folgendes vor:

Der sachverständige Prüfer hätte sich nicht nur auf eine Plausibilitätsprüfung beschränken dürfen. Die in zeitlicher Hinsicht erfolgte parallele Prüfung zur Prüfung von sei bedenklich.

Das alleinige Abstellen der Bewertung auf das Ertragswertverfahren nach den Grundsätzen des IDW S1 sei untauglich.

Die zu kapitalisierenden Erträge seien nicht sachgerecht ermittelt worden. Die Unternehmenspla-

nung sei fehlerhaft und zu pessimistisch ausgefallen. Es sei eine anlassbezogene Planung erfolgt, habe die konzerninternen Planungsberechnungen ohne nachvollziehbare Hintergründe umfassend angepasst. Die Planung der Umsatzerlöse sei zu pessimistisch und zu konservativ. Für 2018 werde nicht nachvollziehbar von einem stagnierenden EBIT ausgegangen. Der Zinssatz für Fremdkapitalaufnahme sei mit 5,1 % überhöht angesetzt worden. Erhebliche unechte Synergieeffekte seien nicht berücksichtigt worden. Das Ergebnis in der ewigen Rente sei „ersonnen“ worden, jedenfalls nicht plausibel und durch harte Fakten belegt. Die Ausschüttungsannahmen seien verfehlt und willkürlich zu hoch.

Darüber hinaus rügen die Antragsteller bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes neben der Verwendung des (TAX-)CAPM im Allgemeinen die angesetzten Werte für Basiszins, Marktrisikoprämie, Betafaktor und den Wachstumsabschlag als unzutreffend. Der von in Höhe von 1,1149 % ermittelte und auf 1 % abgerundete Basiszinssatz sei überhöht. So ebenfalls die mit 5,5 % angesetzte Marktrisikoprämie. Gleiches gelte für den mit 0,55 angenommenen (unverschuldeten) Betafaktor. Es hätte der unternehmenseigene Betafaktor herangezogen und dieser nicht aus einer Peer Group ermittelt werden müssen. Überdies sei die Peer Group nicht plausibel zusammengesetzt und die darin einbezogenen Unternehmen nicht mit der Verallia vergleichbar. Der mit 0,31 % angesetzte Wachstumsabschlag wird als zu niedrig gerügt, vielmehr sei ein solcher von 1 % und mehr angemessen, da der Wachstumsabschlag nicht unterhalb der Inflation liegen dürfe, das Gewinnwachstum deutscher Unternehmen empirisch höher sei als der Wachstumsabschlag, Rechtsprechung und Literatur von höheren Wachstumsabschlägen ausgehen würden und verschiedene unternehmensspezifischen Gründe dafür sprächen, dass der Wachstumsabschlag für die Verallia höher als 0,31 % läge.

III.

Die Antragsgegnerin rügt die Unzulässigkeit einiger Anträge wegen der Versäumung der Dreimonatsfrist für die Antragsstellung auf Einleitung eines Spruchverfahrens, wegen des nicht (ausreichenden) Nachweises der Antragsberechtigung im maßgeblichen Zeitpunkt der Antragstellung und wegen des fehlenden Rechtsschutzbedürfnisses bzw. Rechtsmissbräuchlichkeit des Begehrens.

In der Sache verteidigt die Antragsgegnerin die ermittelten Abfindungs- und Ausgleichsbeträge. Eine zu pessimistische Planung läge nicht vor. Vielmehr zeige gerade auch ein Vergleich mit der Vergangenheit, dass Verallia regelmäßig eine optimistische Planung erstellt habe, die über den

sodann erreichten Ist-Werten gelegen habe, was auch für die aktuelle Planung gelte. Der Kapitalisierungszinssatz und seine Faktoren seien korrekt unter Zugrundelegung des anerkannten (Tax-)CAPM-Modells ermittelt worden. Gleiches gelte für die ermittelten Sonderwerte und die Ermittlung des Börsenkurses.

Im Übrigen wird auf den Vortrag aller Antragsteller, des gemeinsamen Vertreters der nicht antragstellenden Aktionäre, sowie alle vorgelegten Unterlagen Bezug genommen, insbesondere soweit vorstehend nicht sämtliche Details der Antragsbegründungen und -erwiderungen aufgeführt worden sind.

IV.

Alle Verfahren sind mit Beschluss des Landgerichts Stuttgart vom 29.03.2017 (Bl. 503 d.A.) verbunden und ist zum gemeinsamen Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre bestellt worden.

Die sachverständigen Prüfer und von sind von der Kammer am 11.07.2018 mündlich zur weiteren Erläuterung ihres schriftlichen Prüfberichts angehört worden. Auf das Protokoll vom 11.07.2018 (Bl. 861 bis 869 d.A.) wird verwiesen.

B.

Die Anträge sind teilweise bereits unzulässig und im Übrigen unbegründet.

I.

Die Anträge der Antragsteller Ziff. 29, 47 und 48 sind unzulässig.

1.

Der Antrag des Antragstellers Ziff. 29 ist wegen fehlenden Nachweises der Antragsberechtigung bei Antragsstellung unzulässig.

Neben der nach § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG erforderlichen Darlegung der Antragsberechti-

gung nach § 3 SpruchG, also insbesondere die Darlegung der Aktionärseigenschaft im Zeitpunkt der Antragsstellung auf Einleitung des Spruchverfahrens, ist jedenfalls auf Bestreiten der Gegenseite hin die Aktionärseigenschaft gem. § 3 Satz 3 SpruchG mittels Urkundenbeweises nachzuweisen (vgl. *Emmerich* in: *Emmerich/Habersack* (Hrsg.), *Aktien- und GmbH-Konzernrecht*, 8. Aufl. 2016, § 3 SpruchG Rn. 14; *Kubis* in: *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 4. Aufl. 2015, § 4 SpruchG Rn. 15; OLG Frankfurt, Beschluss vom 10.10.2015 – 20 W 244/06, juris Rn. 12), wozu neben der Aktie, der Depotauszug und schriftliche Bankbestätigungen gehören (*Steinle/Liebert/Katzenstein* in: *Born/Ghassemi-Tabar/Gehle*, *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, Bd. 7: *Gesellschaftsrechtliche Streitigkeiten*, 5. Aufl. 2016; *Drescher* in: *Spindler/Stilz/Drescher*, *AktG*, 3. Aufl. 2015, § 3 SpruchG Rn. 20).

Die Antragsgegnerin hat die Antragsberechtigung der Antragsteller Ziff. 1 bis 14, 17, 28, 29, 35 und 36 wegen fehlenden bzw. unzureichenden Nachweises der Antragsberechtigung bestritten.

Der von dem Antragsteller Ziff. 29 vorgelegte Depotauszug weist zwar dessen Aktionärseigenschaft zu einem anderen Zeitpunkt nach, nicht allerdings - was entscheidend ist - zum jeweiligen Zeitpunkt der Antragstellung, so dass es insoweit am erforderlichen Nachweis der Antragsberechtigung nach § 3 Satz 3 SpruchG fehlt.

Hinsichtlich der übrigen bestrittenen Antragsberechtigungen wurden die entsprechenden Nachweise erbracht (s. für Antragsteller Ziff. 1 bis 4: Bl. 27 bis 30 bzw. 736 bis 740 d.A., für Antragstellerin Ziff. 5: Bl. 79 d.A., für Antragsteller Ziffer 6 bis 8: Bl. 917 bis 919 d.A., für Antragsteller Ziff. 9: Bl. 907 d.A., für Antragsteller Ziff. 10 und 11: Bl. 920 f. d.A., für Antragstellerin Ziff. 12: Bl. 108, für Antragsteller Ziff. 13: Bl. 698 d.A., für Antragsteller Ziff. 14: Bl. 880 d.A., für Antragsteller Ziff. 17: Bl. 820 d.A., für Antragsteller Ziff. 28: Bl. 877 d.A., für Antragsteller Ziff. 35: Bl. 904 d.A., für Antragsteller Ziff. 36: Bl. 346b i.V.m. Bl. 902 d.A.).

2.

Die Anträge der Antragsteller Ziff. 47 und 48 sind erst nach Ablauf der dreimonatigen Antragsfrist gem. § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 SpruchG bei Gericht eingegangen und damit ebenfalls unzulässig.

Die Antragsfrist beginnt mit dem Tag der Bekanntmachung der Eintragung des Bestehens des Unternehmensvertrages im Handelsregister zu laufen. Die Bekanntmachung des BGAV erfolgte am 1. Dezember 2016. Dementsprechend endete die Antragsfrist mit Ablauf des 1. März 2017 (§ 16 Abs. 2 FamFG, § 222 Abs. 1 ZPO, § 188 Abs. 2 i.V.m. 187 Abs. 1 BGB). Die Antragsschrift der Antragsteller Ziff. 47 und 48 vom 24. Februar 2017 ging erst am 9. März 2017 und damit nach Fri-

stablauf ein.

Der zugleich gestellte Antrag auf Wiedereinsetzung in den vorigen Stand ist nicht statthaft. Auf den insoweit bereits erteilten Hinweis der Kammer mit Verfügung vom 10. März 2017 (Bl. 502 d.A.) wird Bezug genommen.

3.

Im Übrigen sind die Anträge zulässig.

Sie wurden mit hinreichend konkreten Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation gem. § 4 Absatz 2 Nr. 4 SpruchG begründet. Hinreichende Gründe die Zulässigkeit wegen fehlenden Rechtsschutzbedürfnisses oder Rechtsmissbrauchs zu versagen sieht die Kammer, auch wenn die einzelnen Antragsschriften, wie die Antragsgegnerin zutreffend darlegt, teilweise identischen Begründungsinhalt mit Antragsschriften in diesem oder in vorangegangenen Spruchverfahren haben, nicht.

II.

Die zulässigen Anträge haben jedoch in der Sache keinen Erfolg.

Sowohl das Barabfindungsangebot der Antragsgegnerin von 433,03 Euro je Aktie als auch der jährliche Bruttoausgleich der Antragsgegnerin von 20,27 Euro je Aktie sind angemessen.

1.

Die angebotene Abfindung ist angemessen.

a.

Allgemeines

Das Gericht hat in einem Spruchverfahren die Angemessenheit des Ausgleichs zu prüfen, der den Aktionären für die Beeinträchtigung ihrer Aktionärsstellung, hier den Verlust ihrer Beteiligung, gewährt wird. Die Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung ist eine Rechtsfrage (vgl. *Drescher* in: Spindler/Stilz/Drescher, a.a.O., § 8 SpruchG Rn.4.).

Angemessen ist eine Barabfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung verschafft im Hinblick auf den Wert seiner Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen. Unan-

gemessen ist die angebotene Abfindung dagegen, wenn sie den ausscheidenden Aktionären keine volle Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums bietet (BVerfGE 14, 263, 283 ff. – „Feldmühle“). Zu ermitteln ist der sogenannte „Grenzpreis“, zu dem der Aktionär ohne Nachteile aus der Gesellschaft ausscheiden kann (LG Stuttgart, Beschluss v. 22.05.2017 – 31 O 26/14 KfH SpruchG, B.II.1. Seite 11). Die angebotene Abfindung muss deshalb dem Verkehrswert entsprechen (BVerfGE 100, 289, 305 ff. – „DAT/Altana“).

Einen einzig richtigen Wert des Unternehmens gibt es jedoch hierbei nicht. Jede Bewertung eines Unternehmens und einer Beteiligung daran ist unabhängig von der gewählten Bewertungsmethode eine mit Unsicherheiten und Wertungen behaftete Schätzung. Der Verkehrswert des Aktieneigentums ist vom Gericht deshalb auch lediglich im Wege der Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln. Ausreichend sind dabei als Schätzungsgrundlagen solche Unternehmensbewertungen, die zwar methodensauber aber mit verfahrensökonomisch vertretbarem Aufwand geschaffen werden und innerhalb einer Bewertungsbandbreite liegen. Das Gericht ist in einem Spruchverfahren deshalb nur gehalten, Kompensationen außerhalb einer solchen Bandbreite angemessener Werte zu korrigieren.

Hierbei hat das Gericht unter Würdigung aller Umstände und nach freier Überzeugung zu entscheiden und es steht zudem in seinem Ermessen, inwieweit es eine Beweisaufnahme anordnet (vgl. *Drescher* in: Spindler/Stilz/Drescher, a.a.O., § 8 SpruchG Rn. 4).

Die hierfür stets erforderlichen hinreichenden Grundlagen für eine Schätzung sind in einem Spruchverfahren alle Wertermittlungen, die in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Bewertungspraxis gebräuchlichen Bewertungsmethoden sowie methodischen Einzelfallentscheidungen entsprechen. Hierbei ist es nicht Aufgabe des Gerichts, darüber zu befinden, welche Methode der Unternehmensbewertung und welche methodische Einzelfallentscheidung innerhalb einer Bewertungsmethode die richtige ist, die es zudem nicht gibt. In der Wirtschaftswissenschaft umstrittene Fragen der Unternehmensbewertung hat das Gericht im Rahmen eines Spruchverfahrens nicht zu klären, noch hierzu auch nur einen Beitrag zu leisten. Die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion bei der Unternehmensbewertung ist nicht abgeschlossen und Fragen der Bewertungsmethodik und methodischen Einzelfallfragen sind umstritten. Daher kann das Gericht auf alle Bewertungen zurückgreifen, die in der Wirtschaftswissenschaft auf anerkannten und in der Praxis gebräuchlichen Bewertungsmethoden oder methodischen Einzelfallentscheidungen beruhen, auch wenn diese in der wissenschaftlichen Diskussion kontrovers diskutiert werden. Gebräuchlich und anerkannt ist eine Auffassung dann, wenn sie in der Praxis der Wirtschaftswissenschaft bei der Unternehmensbewertung nicht nur vereinzelt angewandt wird und

diese Anwendung in der Fachliteratur zumindest als vertretbar angesehen wird. Dies gilt insbesondere für den vom Institut für Wirtschaftsprüfer (IDW) herausgegebenen Standard zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1, hier in der Fassung 2008) und für sonstige Verlautbarungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen der Betriebswirtschaft „FAUB“ (vgl. zum Ganzen auch: OLG Stuttgart, Beschluss vom 5. Juni 2013 – 20 W 6/10, juris Rn. 136 ff.).

Vorliegend lag der Unternehmensbewertung die Anwendung einer in der Betriebswirtschaftslehre anerkannten und gebräuchlichen Bewertungsmethode in Verbindung mit der Plausibilisierung des ermittelten Unternehmenswertes durch sogenannte Multiplikatorenverfahren zugrunde, nämlich die Ertragswertmethode, nach der das Bewertungsgutachten und der Bericht des sachverständigen Prüfers den Unternehmenswert ermittelt haben. Diese Bewertungsmethode ist für werbende Unternehmen, wie hier die Verallia, in der Betriebswirtschaft vorherrschend. Die Kammer hat deshalb keinerlei Anhaltspunkte, dass irgendeine andere Bewertungsmethode vorzugswürdig sein könnte.

Auch die konkrete Durchführung der Ertragswertmethode begegnet keinen Bedenken. Nicht zu beanstanden ist insbesondere, dass und der sachverständige Prüfer die Empfehlungen des IDW S 1 i.d.F. 2008 berücksichtigen, da diese als allgemein anerkannt und gebräuchlich gelten und hierauf basierende Wertermittlungen somit taugliche Schätzgrundlage sind.

Demnach sind nach der Ertragswertmethode die den Aktionären künftig zufließenden Erträge der Verallia zu schätzen und jeweils mit dem Kapitalisierungszinssatz abzuzinsen sowie um Sonderwerte zu ergänzen.

Ausgangspunkt für die Ermittlung des Ertragswertes sind dabei die vom Unternehmen erarbeitete Planung und die darauf aufbauende Prognose seiner Zukunftserträge, die vom Gericht jedoch nur eingeschränkt überprüfbar sind. Die in die Zukunft gerichtete Planung ist nämlich in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen (Vorstand gemäß § 76 Abs. 1 AktG). Diese Entscheidung muss auf zutreffenden Informationen beruhen und ist auf realistischen Annahmen aufzubauen. Sie darf zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann jedoch die Geschäftsführung bei einer solchen Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese nicht durch andere, letztlich ebenfalls nur vertretbare Annahmen des Gerichts ersetzt werden.

Unter Berücksichtigung dieser Grundsätze ist die Planung und Prognose der zu kapitalisierenden Erträge nicht zu beanstanden. Die von ermittelten und vom sachverständigen Prüfer nicht

beanstandeten prognostizierten Erträge sind taugliche Schätzgrundlage für die Kammer.

Dabei ist das im Rahmen und zur Erfüllung der Berichtspflichten der Vertragsparteien eingeholte Bewertungsgutachten der ebenso wie der Prüfbericht des gesetzlich bestimmten sachverständigen Prüfers der Entscheidung der Kammer uneingeschränkt zugrunde zu legen. Beide gutachterlichen Stellungnahmen werden den sich aus der Berichtspflicht der Vertragsparteien gemäß § 293a AktG ergebenden gesetzlichen Anforderungen vollauf gerecht, nämlich dass die Minderheitsaktionäre sich in der Hauptversammlung ein vertieftes Plausibilitätsurteil nicht nur über Sinn und Zweck der Strukturmaßnahme, sondern auch über die Angemessenheit der angebotenen Barabfindung und des Ausgleich bilden können (vgl. *Hüffer* in: *Hüffer/Koch*, Kommentar zum AktG, 13. Auflage 2018, § 293a Rn. 15 m. w. N.).

Das Bewertungsgutachten von vom 15. April 2016 stellt auf 69 Seiten neben dem Ablauf der Bewertung nach Zeitraum und Intensität detailliert die Unternehmensbewertung dar, unter ausführlicher Darstellung der rechtlichen, wirtschaftlichen und steuerlichen Verhältnisse des Bewertungsobjekts und der zugrunde gelegten Bewertungsgrundsätze (hier: Ertragswertverfahren mit Plausibilisierung durch Multiplikatorenverfahren). Die Planung des Vorstands der Verallia wird in bewertungsüblicher Weise unter nachvollziehbarer Darstellung der Bereinigung der Vergangenheitszahlen, der Detailplanungsphase und der ewigen Rente nebst Ausführungen zu Sonderwerten aufgezeigt.

Auch der Prüfbericht von vom 18. April 2016 entspricht nach der inhaltlichen Darstellung der Plausibilitätsprüfung des vom Bewertungsgutachter gefundenen Unternehmenswerts in vollem Umfang den gesetzlichen Anforderungen an einen Prüfbericht. Dies ergibt sich zum einen wiederum aus der detaillierten Darstellung der vorgenommenen Prüfungshandlungen nach Zeitraum, Datum und den Gesprächen mit Organvertretern sowie der Aufzählung der dem Prüfbericht zugrundeliegenden Prüfungsunterlagen (dort Seite 2 bis 3).

Darüber hinaus stellen die sachverständigen Prüfer auf insgesamt 93 Seiten im Einzelnen nachvollziehbar ihre Plausibilitätsprüfung dar. Die Kammer ist deshalb auf Grund des schriftlichen Prüfberichts und der ergänzenden mündlichen Erläuterungen der sachverständigen Prüfer davon überzeugt, dass diese sorgfältig und kritisch die Planansätze aus der Unternehmensplanung und die Bewertungsabschnitte der Bewertungsgutachter untersucht, geprüft und nachvollzogen haben.

Soweit die Antragsteller die Vorlegung weiterer Detailunterlagen der Unternehmensplanung verlangen, ist dies auf Grund der oben genannten Gründe für eine weitere Plausibilitätsbeurteilung

durch die Antragsteller nicht erforderlich. Zudem besteht kein Anlass nach § 7 Absatz 7 SpruchG die Vorlage von Unterlagen, wie etwa Planungsrechnungen oder Arbeitspapiere der Wirtschaftsprüfer anzuordnen, denn es fehlt im Hinblick auf die Behandlung der Planung im Bewertungsgutachten, im Prüfbericht und in den ergänzenden Erläuterungen des sachverständigen Prüfers in der mündlichen Verhandlung an der Entscheidungserheblichkeit weiterer Informationen.

Ebenso wenig ist die Einholung eines weiteren gerichtlichen Sachverständigengutachtens angezeigt.

b.

Im Einzelnen ist zu den Einwendungen der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters auszuführen:

aa. Plausibilitäts- und Parallelprüfung

Soweit die Antragsteller dem sachverständigen Prüfer vorwerfen, keine eigenständige, von der Bewertungsgutachterin unabhängige Prüfung, sondern lediglich eine Plausibilitätsprüfung vorgenommen zu haben, kann diesem Einwand von der Kammer nicht gefolgt werden.

Insoweit ist, worauf die Antragsgegnerin zu Recht hinweist, zum Prüfungsumfang anzumerken, dass der sachverständige Prüfer sich gerade darauf beschränken darf, die Bewertung der Vertragsparteien auf Plausibilität und methodische Konsistenz sowie inhaltliche Prämissen hin zu überprüfen. Genau dies haben die sachverständigen Prüfer von vorliegend getan, indem sie sich selbst ein Bild vom Betrieb am Standort in Bad Wurzach gemacht haben, sie die auf Seite 2 und 3 des Gutachtens aufgeführten, zur Verfügung gestellten Unterlagen bei der Stellungnahme verwendet und eigene Recherchen und Berechnungen (so etwa bei der Zusammenstellung der Peer Group und beim Börsenkurs) angestellt haben. Insoweit war die Prüfung auch eigenständig.

In der Rechtsprechung als zulässig anerkannt ist auch die antragstellerseits gerügte Parallelprüfung. Aus der Erwägung heraus, dass eine zeitnahe Angemessenheitsprüfung zu einer frühen Aufdeckung etwaiger Fehler des Bewertungsgutachters führen kann, erscheint diese sogar besonders sinnvoll (vgl. BGH, Urteil vom 16.03.2009 – II ZR 302/06; OLG Stuttgart, Beschluss vom 26.10.2006 – 20 W 14/05).

bb. Vorwurf der fehlerhaften und zu pessimistischen Planung

Für den von den Antragstellern und gemeinsamen Vertreter erhobenen Vorwurf einer fehlerhaften

und zu pessimistischen Planung bestehen keine Anhaltspunkte.

(1)

Eine anlassbezogene und damit in Abweichung zur Regelplanung vorgenommene Planung ist nicht erkennbar. Der Planungsprozess, der der Planungsrechnung zugrunde liegt, entspricht vielmehr dem gewöhnlichen Planungsprozess der Verallia.

Der Planungsprozess der Verallia unterscheidet zwischen zwei Planungshorizonten: dem jeweils folgenden Geschäftsjahr („Budgetjahr“) sowie den darauffolgenden fünf Geschäftsjahren („Mittelfristplanung“).

Die Planung für das folgende Budgetjahr beginnt gewöhnlich im August und endet im November/Dezember mit der Verabschiedung des Budgets durch den Vorstand. Das verabschiedete Budget wird unterjährig aktualisiert, um die tatsächliche Geschäftsentwicklung des laufenden Budgetjahres zu berücksichtigen („Forecast“).

Die Mittelfristplanung für die fünf auf das Budgetjahr folgenden Jahre beginnt gewöhnlich im Februar oder März nach Verabschiedung der Budgetplanung.

Das Budget 2016 wurde vom Vorstand am 20. Oktober 2015 verabschiedet und dem Aufsichtsrat am 17. Dezember 2015 vorgestellt und im Rahmen eines regulären Forecasts für das Geschäftsjahr 2016 per 29. Februar 2016 aktualisiert.

Aufbauend auf diesem Forecast wurde die Mittelfristplanung von Februar bis Anfang März 2016 erstellt. Die Planung für Deutschland wurde vom Vorstand am 7. März 2016 und die Planung für die russischen und ukrainischen Gesellschaften am 14. März 2016 beschlossen.

Damit fügen sich die konkrete Budgetjahr- und Mittelfristplanung 2016 in den üblichen Planungsprozess der Verallia ein. Insbesondere lässt sich entgegen dem Vorwurf der Antragstellerseite auch nicht erkennen, weshalb es unmöglich sein soll, die Mittelfristplanung in einem Zeitfenster von sechs Wochen zu erstellen und zu verabschieden.

(2)

Entgegen der Ansicht einiger Antragsteller lässt sich aus dem Bewertungsgutachten von keine Anpassung der operativen Planung durch entnehmen. Wie auch der sachverständige Prüfer in seinem Prüfbericht (Seite 33) und in der Anhörung bestätigt hat, hat die Bewertungsgutachterin die für die Jahre 2016 bis 2021 erstellte Jahresplanung der Verallia grundsätzlich

übernommen. Soweit Modifikationen und Ergänzungen von vorgenommen wurden, betreffen diese nicht die operative Planung. Da die Planungsrechnung der Verallia mit dem Planjahr 2021 endet, ist es für die Kammer zudem nachvollziehbar, dass die Unternehmensplanung um den Ansatz eines nachhaltigen Ergebnisses für die Jahre 2022 ff. zu erweitern war.

(3)

Soweit einige Antragsteller als weiteren Grund dafür, dass die der Bewertung zugrunde gelegte Ergebnisplanung nicht der tatsächlichen Ergebnisplanung der Gesellschaft entsprechen soll, anführen, dass das Ist-Ergebnis 2016 über dem geplanten Ergebnis 2016 liegt, ist dies im Hinblick auf die Umsatzerlöse zwar richtig. Denn als Forecast für 2016 wurde ein Betrag von 473,2 Mio. Euro an zu erzielbaren Umsatzerlösen angenommen, während - allerdings unbereinigt - ein Ist-Ergebnis von 489,5 Mio. Euro (Addition beider Rumpfgeschäftsjahre 2016) erzielt wurde. Für den von den Antragstellern gezogenen Rückschluss, dass der Gesellschaft im Abgleich mit der Angabe im Geschäftsbericht für das Rumpfgeschäftsjahr 2016: „(...) Der Geschäftsverlauf des zweiten Rumpfgeschäftsjahres liegt ebenfalls im Rahmen der internen Planung.“ daher ein „völlig anderer Plan“ zugrunde gelegen haben müsse, liefern diese Zahlen allerdings keinen Beleg, da sich die Planzahlen immer noch in der Streubreite der Ist-Zahlen bewegen. Vergleicht man zudem das tatsächliche EBIT des Jahres 2016 von 44,9 Mio. Euro mit dem geplanten EBIT von 44,5 Mio. Euro liegt der Planansatz sogar höher.

(4)

Einwendungen der Antragsteller gegen die Korrektheit der Vergangenheitsanalyse und damit deren Tragfähigkeit für die Zukunftsplanung des Unternehmens greifen nicht Platz. Die Werte der Vergangenheit bilden lediglich den Ausgangspunkt und die Grundlage für die Prognose der künftigen Entwicklung der Gesellschaft und dienen deren Plausibilisierung.

Vorliegend wurde für die Vergangenheitsanalyse ein Zeitraum für die drei vergangenen Geschäftsjahre 2013 bis 2015 zugrunde gelegt. Ein Vergangenheitszeitraum von drei Jahren ist bei einer Vergangenheitsanalyse bewertungsüblich.

Grundlage der Vergangenheitsanalyse durch die Bewertungsgutachterin waren die geprüften Konzernabschlüsse der Verallia. Hierbei hat für den Vergangenheitszeitraum die Konzern-Gewinn- und Verlustrechnungen der Verallia bis zum EBIT im Hinblick auf einmalige oder außergewöhnliche Positionen durchgesehen und entsprechend bereinigt und dabei wegen der bloßen Abbildung der Ertragslage von zwei Monaten auf die Betrachtung des Rumpfgeschäftsjah-

res vom 1. Januar bis 29. Februar 2016 nachvollziehbar verzichtet.

Für den sachverständigen Prüfer plausibel und für die Kammer ebenfalls nachvollziehbar sind auch die vorgenommenen Bereinigungen, um eine Vergleichbarkeit der Planzahlen mit den Vergangenheitszahlen zu gewährleisten. So fanden die Aufwendungen und Erträge der GPS Oberland GmbH keine Berücksichtigung, weil die Gesellschaft mit Ablauf des 21. Dezember 2015 ihre Vermögenswerte im Rahmen eines sog. Management-Buy-Out an eine neu gegründete Gesellschaft außerhalb der Verallia-Gruppe verkauft hat und nach dem Verkauf eine operative Betätigung der GPS Oberland GmbH nicht mehr bestand.

Zudem wurden in einem zweiten Schritt von der Bewertungsgutachterin Sachverhalte bereinigt, die nach der Bereinigung der Aufwendungen und Erträge der GPS Oberland GmbH noch als einmalig oder außergewöhnlich verblieben (vgl. Seite 26 f. des Bewertungsgutachtens) und vom sachverständigen Prüfer als plausibel nachvollzogen.

Die Kammer ist deshalb der Überzeugung, dass die Vergangenheitsanalyse im Einzelnen nachvollziehbar in korrekter Weise der Unternehmensbewertung zugrunde gelegt worden ist.

(5)

Ohne Erfolg berufen sich die Antragsteller auf eine fehlende Planungstreue.

Zur Beurteilung der Planungstreue wurde von der Bewertungsgutachterin ein Soll-Ist-Vergleich auf Umsatz-Ergebnisebene für die Geschäftsjahre 2013 bis 2015 vorgenommen und vom sachverständigen Prüfer nachvollzogen (Seite 35 des Prüfberichts). Die Gegenüberstellung zeigt, dass im Ist ausschließlich geringere Umsatzerlöse und EBIT erreicht als in der Planung prognostiziert wurden.

Die Untersuchung der vergangenen Planungstreue der Gesellschaft ergab für die Kammer daher insgesamt eine tendenziell eher zu optimistische Planung, was sich für die Antragstellerseite im Hinblick auf eine begehrte möglichst hohe Unternehmensbewertung allerdings als eher günstige Ausgangssituation darstellt. Die Planverfehlungen resultieren dabei neben dem zunehmenden Preisdruck durch ein sich intensivierendes Wettbewerbsfeld auch aus der saisonalen Abhängigkeit des Geschäfts der Verallia. Daher ist die Prognose naturgemäß mit Unsicherheit behaftet. Deshalb haben sowohl die Bewertungsgutachterin als auch der sachverständige Prüfer der Planungstreue der Gesellschaft eine eher untergeordnete Bedeutung beigemessen. Gleichwohl ergeben sich trotz einer in der Vergangenheit eher zu optimistischen Planung aus den dargelegten Umständen keinerlei Anhaltspunkte dafür, dass die Planung des Vorstandes der Gesellschaft auf

unzutreffenden Informationen beruhte und auf unrealistischen Annahmen aufgebaut war. Vielmehr folgt die Kammer aus eigener Überzeugung der Einschätzung sowohl der Bewertungsgutachterin als auch dem sachverständigen Prüfer, dass es aufgrund des etablierten und detaillierten Planungsprozesses der Verallia sachgerecht erscheint, die Planungsrechnung als Grundlage für die Ableitung des Unternehmenswertes heranzuziehen.

(6)

Die Umsatzplanung ist entgegen den Rügen der Antragssteller, wonach bei einem angenommenen Umsatzplus von lediglich 8,24 % in fünf Jahren (= 1,64 % pro Jahr) das Unternehmen unter Berücksichtigung der Inflation schrumpfen würde bzw. das Umsatzpotential in Russland und der Ukraine unterschätzt worden sei, nicht als zu pessimistisch bzw. zu konservativ zu beanstanden.

Die Umsatzplanung der Jahre 2017 bis 2021 in Deutschland mit einer durchschnittlichen Steigerung von 1,64 % pro Jahr stellt sich im Vergleich zu den erwirtschafteten Umsatzerlösen in der Vergangenheit, beginnend mit einem Ausgangswert von 390.049 TEUR im Jahr 2013, einem Anstieg um 1,7 % im Jahr 2014 und einem Rückgang um 4,6 % im Jahr 2015 nebst einem im Forecast erwarteten Rückgang von 0,6 % in 2016 nicht außerhalb des üblichen Rahmens dar. Vielmehr übertreffen die von der Verallia erwarteten Mengenanstiege für die Jahre 2016 bis 2019 die von Euromonitor prognostizierten Ansteige der Verbrauchsmengen für den gesamten Glasbehältermarkt, für den in den Jahren 2016 bis 2019 eine rückläufige Entwicklung der Verbrauchsmenge von -1,6 % p.a. erwartet worden war bzw. wird.

Auch der angestrebte Vergleich einiger Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters mit einer höheren Inflationsrate verfängt nicht. Denn zum einen ist es eine reine Prognose, dass die Inflationsrate im Zeitraum 2016 bis 2021 über 1,65 % liegen werde, zum anderen bleibt unklar, warum zwingend von einer Planung über der Inflationsrate auszugehen und diese andernfalls als zu pessimistisch einzuschätzen ist, wenn die übrigen Parameter, insbesondere die prognostizierte Entwicklung im Glasgeschäft, eine solche Planung nicht hergeben. Vor diesem Hintergrund teilt die Kammer die Einschätzung der Bewertungsgutachterin und des sachverständigen Prüfers, wonach die Mengenplanung eher als ambitioniert, denn als (zu) pessimistisch einzuschätzen ist. Gleich verhält es sich mit den prognostizierten Wachstumsraten für die Segmente Russland und Ukraine, die jeweils über den von Euromonitor prognostizierten Wachstumsraten liegen (vgl. im Einzelnen Bewertungsgutachten Seite 33 ff. und Prüfbericht Seite 49 f.).

(7)

Ein stagnierendes EBIT im Jahr 2018 ist entgegen der Behauptung einiger Antragsteller nicht festzustellen. Vielmehr zeigt die im Bewertungsgutachten auf Seite 42 enthaltene Tabelle, dass die Verallia in den Planjahren 2016 bis 2021 von einem stetigen Anstieg ausgeht. Auch der von den Antragstellern behauptete Widerspruch zu den Ergebniserhöhungen in den Jahren 2013 bis 2015 lässt sich nicht erkennen. Vielmehr wird aus der Tabelle deutlich, dass die Ist-EBIT der Verallia deutlich niedriger waren, als die EBIT, die in der Planungsrechnung für die Jahre 2016 bis 2021 erwartet worden sind bzw. werden.

(8)

Entgegen der Ansicht der Antragssteller wurde auch der mit 5,1 % angesetzte Zinssatz für Fremdkapitalaufnahme ausweislich des Geschäftsberichts der Verallia zum 31. Dezember 2015 durch zutreffend berücksichtigt. Soweit dieser von Antragstellerseite als zu hoch angesetzt moniert wird, teilt die Kammer die von der sachverständigen Prüferin im Termin vom 11.07.2018 geäußerte Einschätzung, dass er sich mit 5,1 % noch im üblichen Rahmen für Fremdkapitalaufnahmen befindet. Denn auch insoweit ist der letztliche Zinssatz, den eine Gesellschaft für die Aufnahme von Fremdkapital aufzuwenden hat, immer eine Frage des Einzelfalls und von vielen Einzelfaktoren abhängig und dessen Angemessenheit nicht durch bloßes Vergleichen mit Vergangenheits- oder marktüblichen Durchschnittswerten zu beantworten. Und auch dabei steht dem Vorstand ein gewisser Entscheidungsspielraum zu, der zu akzeptieren und hinzunehmen ist. Denn nicht immer ist das günstigste am Markt zu bekommende Darlehen für die Gesellschaft auch das beste.

(9)

Anhaltspunkte für zu berücksichtigende unechte Synergieeffekte bestehen nicht.

Im Gegensatz zu sog. echten Synergieeffekten, also solche Effekte, die sich dadurch auszeichnen, dass sie sich erst durch die Strukturmaßnahme ergeben und keine Berücksichtigung finden (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 02.05.2017 - 21 W 3/11, juris Rn. 37), sind Synergien, die unabhängig von der jeweiligen gesellschaftlichen Strukturmaßnahme realisierbar sind (sog. unechte Synergien) generell im Rahmen der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen. Solche unechten Synergien sind allerdings von den Antragstellern nicht konkret dargetan und konnten ausweislich des Prüfberichts (s. Seite 17) auch nicht identifiziert werden.

(10)

Mit nachvollziehbarer Begründung und daher für die Kammer plausibel wird im Bewertungsgutachten (Seite 44 f.) und im Prüfbericht (Seite 56 f.) die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses erläutert. Die Rügen der Antragsteller eines zu niedrig angesetzten EBIT in der ewigen Rente, die Ableitung der EBITDA-Marge auf Grundlage der Jahre 2013 bis 2021 als unplausibel und die generelle Behauptung eines „ersonnenen“ Ergebnisses gehen daher ins Leere.

Die Ermittlung der zukünftigen Ergebnisse durch erfolgt in dem allgemein anerkannten und gebräuchlichen Phasenmodell. Nicht zu beanstanden ist daher, dass für die Ermittlung der zukünftigen Ergebnisse neben der Detailplanungsphase auch auf die Phase der ewigen Rente abgestellt und zwischen beiden unterschieden wurde. Während in der Detailplanungsphase die finanziellen Überschüsse in ihren einzelnen Komponenten in der Regel jahresweise detailliert geplant bzw. geschätzt werden, erfolgt in der Phase der ewigen Rente regelmäßig eine pauschale Weiterentwicklung der finanziellen Überschüsse (vgl. IDW S 1 2008, Rn. 77 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 5. Juni 2013 - 20 W 6/10, juris Rn. 158).

Dabei wurde das nachhaltige Ergebnis von in enger Abstimmung mit den Planungsverantwortlichen der Verallia in drei Schritten abgeleitet.

In einem ersten Schritt wurden zunächst die Umsatzerlöse der Verallia des letzten Planjahres 2021 in Höhe der Wachstumsrate von 0,31 % fortgeschrieben. Diese Methode ist zwar nicht zwingend, sondern es kann auch sachgerecht sein, für die ewige Rente einen Durchschnitt des Detailplanungsraumes anzusetzen, so etwa im Falle des Vorliegens von konjunkturellem Schwankungen in besonderem Maße (vgl. OLG München, Beschluss vom 31. März 2008 - 31 Wx 88/06; 31 Wx 088/06, juris Rn. 23). Solche außerordentlichen konjunkturellen Schwankungen sind vorliegend aber nicht gegeben, so dass die Kammer in Übereinstimmung mit dem sachverständigen Prüfer die gewählte Art der Fortschreibung als sachgerecht ansieht und insoweit kein Anlass besteht, diesen Ansatz durch eine andere, ebenfalls nur vertretbare Annahme zu ersetzen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 20. Dezember 2010 - 5 W 51/09).

In einem zweiten Schritt wurden die ab dem Jahr 2022 ff. so ermittelten Umsatzerlöse auf ein nachhaltiges EBITDA übergeleitet. Dazu wurden die EBITDA-Margen über den gesamten Zeitraum der drei (bereinigten) Vergangenheitsjahre und des Detailplanungszeitraums, also der Jahre 2013 bis 2021, gemittelt und der sich ergebende Durchschnittswert von 17,8 % bei der ewigen Rente fortgeschrieben. Die von den Antragsstellern kritisierte Heranziehung des Mittelwerts anstatt – wie von ihnen gefordert – schlicht die EBITDA-Marge des Jahres 2021 (20,8 %) in der ewi-

gen Rente fortzuschreiben ist als vertretbarer Ansatz nicht zu beanstanden. So weist die Antragsgegnerin in dem Zusammenhang zum einen zutreffend darauf hin, dass das von der Verallia initiierte Effizienzsteigerungsprogramm VIM entgegen der Behauptung der Antragsteller ausweislich des im Internet verfügbaren Geschäftsberichts 2013 der Verallia (Seite 69) schon in den Vergangenheits- und anfänglichen Planjahren vorhanden war. Zum anderen ließe die alleinige Heranziehung des Jahres 2021 zyklisch wiederkehrend notwendige Wannenreparaturen, die im Planungsjahr 2021 nicht vorgesehen sind, unberücksichtigt.

Nicht zu beanstanden ist auch entgegen der Kritik der Antragsteller die in einem dritten Schritt von vorgenommene Ersetzung der Abschreibungen durch die nachhaltigen Reinvestitionen. Diese Möglichkeit zur Berücksichtigung der nachhaltigen Reinvestitionsausgaben wird auch im WP-Handbuch 2014 beschrieben und stellt damit eine anerkannte Einzelfallmethode dar (IDW (Hrsg.), WP-Handbuch 2014, Bd. II, 14. Aufl., Abschnitt A, Rn. 402, zitiert im Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 14. Juni 2018, Rn. 27). Plausibel ist dabei auch der Ansatz einer nachhaltigen Reinvestitionsrate von 48,3 Mio. Euro wie der Vergleich mit dem jährlichen Mittelwert an Investitionsausgaben für die Jahre 2005 bis 2013 von 48,1 Mio. Euro zeigt, wobei sich auf einen von ihr fortgeschriebenen Investitionsplan bis zum Jahr 2100, der den zyklischen Anfall der Reparaturen nach den Vorgaben der Verallia berücksichtigt, gestützt hat, was ebenfalls plausibel und daher nicht zu beanstanden ist.

(11)

Einwendungen von Antragstellern, die Ausschüttungs- und Thesaurierungsquote sei zum Nachteil der Minderheitsaktionäre geplant worden, sind nicht stichhaltig.

Insbesondere bestehen keine Bedenken gegen die Annahme einer Ausschüttungsquote von 60 % für die Detailplanungsphase. Es entspricht den Empfehlungen des IDW und damit einer anerkannten und gebräuchlichen Methode, in der Detailplanungsphase das Ausschüttungsverhalten auf der Basis des individuellen Unternehmenskonzeptes und unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik, der Eigenkapitalausstattung und der steuerlichen Rahmenbedingungen vorzunehmen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 36). Diese Vorgaben hat in nicht zu beanstandender Weise berücksichtigt und umgesetzt (vgl. Bewertungsgutachten Seite 46).

Bei der Annahme einer Ausschüttungsquote von 40 % bei der ewigen Rente hat sich am Ausschüttungsverhalten börsennotierter, mit der Verallia vergleichbarer Unternehmen orientiert (Bewertungsgutachten, Seite 46). Auch dies entspricht den Empfehlungen des IDW (IDW S 1

i.d.F. 2008, Rn. 37). Der sachverständige Prüfer hat die Bandbreite für historisch für den deutschen Markt beobachteten Ausschüttungsquoten mit einer Spanne zwischen 40 % und 70 % wiedergegeben, innerhalb derer sich die Annahme befindet.

Soweit die Antragsteller Ziff. 45 und 46 im Anschluss an die mündliche Verhandlung die angesetzte Wachstumsthesaurierung in ihrem Schriftsatz vom 23.07.2018, Rn. 56 ff. (Bl. 895 d.A.) als unzulässige Doppelberücksichtigung kritisieren hat die sachverständige Prüferin eine solche Doppelberücksichtigung im Rahmen ihrer Befragung verneint. Dem Einwand war allerdings auch nicht weiter nachzugehen. Denn selbst bei Zugrundelegung der von den Antragstellern Ziff. 45 und 46 geforderten Nichtberücksichtigung führt dies im Ergebnis nach deren eigener Berechnung (vgl. Schriftsatz vom 23.07.2018, Rn. 58, Bl. 895 d.A.) zu einer nicht zu berücksichtigenden Abweichung des ermittelten Unternehmenswerts von unter 2 % (439,03 Euro je Aktie anstelle 433,02 Euro je Aktie). Denn nicht jede Abweichung führt zu einer Unangemessenheit der angebotenen Abfindung, sondern nur eine Überschreitung der Bandbreite angemessener Werte. In der Rechtsprechung und Literatur werden teilweise Abweichungen von bis zu 10 % für unschädlich gehalten (vgl. *Steine/Liebert/Katzenstein* in: Born/Ghassemi-Tabar/Gehle, a.a.O., § 34 Rn. 88 m.w. N.). Nachdem hier eine etwaige Abweichung von nicht einmal 2 % jedenfalls weit von dieser Grenze entfernt liegt, führt dies nicht zur Unangemessenheit der ermittelten Abfindung, so dass im Ergebnis offen bleiben kann, ob die Wachstumsthesaurierung zu Unrecht berücksichtigt wurde.

cc. Einwendungen gegen den in Ansatz gebrachten Kapitalisierungszinssatz

Einwendungen gegen die Höhe und den Ansatz des jeweiligen Kapitalisierungszinssatzes und seiner Faktoren wie Basiszinssatz, Marktrisikoprämie, Betafaktor (nebst Heranziehen und Zusammensetzung der sogenannten Peer Group) und des Wachstumsabschlages sind nicht berechtigt.

Die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes erfolgt auf der Grundlage eines risikolosen Basiszinssatzes, der um einen Risikozuschlag erhöht wird. Der Risikozuschlag setzt sich wiederum zusammen aus der Marktrisikoprämie gewichtet mit dem Betafaktor, der das unternehmensspezifische Risiko des zu bewertenden Unternehmens darstellt.

(1) Basiszins

Der angesetzte Basiszins vor Steuern mit 1,00 % (abgerundet) ist nicht zu beanstanden.

Der Basiszinssatz als Ausgangsgröße für die zu bestimmende Rendite einer Alternativanlage

entspricht dem landesüblichen Zinssatz für eine quasi-risikofreie Anlage und wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen abgeleitet. Die Verwendung eines typisierten, einheitlichen, laufzeitkonstanten Basiszinssatzes entspricht anerkannter und gebräuchlicher Methode der Unternehmensbewertung entsprechend der Empfehlung des IDW S1 i.d.F. 2008, Rn. 117.

Vorliegend wurde der Basiszinssatz nach der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank ermittelt. Zur Kompensierung kurzfristiger Marktschwankungen war es sachgerecht, nicht ausschließlich auf die stichtagsbezogenen Zero-Bond-Zinssätze abzustellen, sondern auf Durchschnittswerte. So hat zur Ermittlung des Basiszinssatzes eine durchschnittliche Zinsstrukturkurve für die Jahre 2016 ff. über eine Zeitspanne von 30 Jahren auf Basis der täglichen Bundesbankschätzungen über die Monate Januar bis März 2016 und unter Fortschreibung des durchschnittlichen 30-jährigen Zerobond-Zinssatzes gebildet und in einen für alle Planjahre einheitlichen Basiszinssatz vor Einkommensteuern von 1,1149 % umgerechnet und auf 1,00 % abgerundet. Diese Vorgehensweise, ebenso wie die Rundung, entspricht anerkannter Bewertungsmethodik. Soweit dieser Ansatz von einiger Antragstellern als zu hoch eingeschätzt wird, zeigt im Übrigen auch ein Vergleich mit den Bewertungsstandards in Österreich (KFS/BW 1), wonach die Ermittlung des Basiszinses im Ausgangspunkt ebenfalls aus der Zinsstruktur deutscher Bundesanleihen unter Verwendung der Svensson-Formel erfolgt und aktuell sogar mit 1,5 % angesetzt wird, dass für die Annahme eines unangemessen hohen Basiszinses keine habhaften Anhaltspunkte bestehen (vgl. Bertl, Basiszins und Marktrisikoprämie - Der österreichische Weg, WPg 2018, 805).

(2) Risikozuschlag

Die von und dem sachverständigen Prüfer durchgeführte und von einigen Antragstellern kritisierte Ermittlung des Risikozuschlags anhand des Tax-Capital-Asset-Pricing-Model (Tax-CAPM) ist methodisch nicht zu beanstanden.

Zur Ableitung des Risikozuschlags aus empirisch ermittelten Aktienrenditen ist das CAPM ein gebräuchliches Kapitalmarktpreisbildungsmodell, entspricht der Empfehlung des IDW seit 2005 und ist daher anerkannt (vgl. OLG Stuttgart, ZIP 2012, 133, juris Rn. 294 und Rn. 297 ff.). Im Tax-CAPM wird dieses Verfahren erweitert durch die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragssteuern. Dadurch kann die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen realitätsnäher abgebildet werden. Dies gilt auch nach Einführung der Abgeltungssteuer, da hierdurch zwar die nominale Steuerlast für Zinsen, Dividenden und Kursgewinne einheitlich 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag beträgt, die effektive Steuerbelas-

stung auf Kursgewinne aber von der Haltedauer der Aktien abhängig ist und somit effektiv weiterhin eine Unterscheidung zwischen der Besteuerung vom Zinsen und Dividenden und der Besteuerung von Kursgewinnen in die Bewertung einzustellen ist.

Die Anwendung des TAX-CAPM entspricht dabei auch für den hier gegebenen Bewertungsanlass dem Vorgehen der Mitglieder des FAUB, so dass die auch in diesem Verfahren von einigen Antragstellern vorgebrachten, in der wirtschaftswissenschaftlichen Diskussion bekannten Bedenken gegen die Anwendung des TAX-CAPM nichts daran ändern, dass diese eine anerkannte und gebräuchliche Methode darstellt, die deshalb im Rahmen der richterlichen Schätzung zugrunde gelegt werden kann (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 5. Juni 2013 - 20 W 6/10, juris Rn. 201 f.).

(2.1) Marktrisikoprämie

Die Kammer legt ihrer Schätzung die von angesetzte und von dem sachverständigen Prüfer für angemessen gehaltene Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern zu Grunde. Diese Größe bewegt sich in der vom FAUB derzeit für sachgerecht und angemessen gehaltenen Bandbreite von 5 bis 6 % nach persönlichen Steuern (vgl. Hinweise des FAUB zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung vom 19. September 2012) und ist daher nicht zu beanstanden.

Soweit auch in diesem Verfahren Einwände gegen die Empfehlung des FAUB hervorgebracht werden und von Antragstellern der Ansatz einer niedrigeren Marktrisikoprämie gefordert wird, sind die Einwände und Bedenken in der Fachwissenschaft bekannt. Sie ändern nichts daran, dass die Herleitung und Höhe der vom FAUB empfohlenen Marktrisikoprämie anerkannt und gebräuchlich sind. Somit kann die Kammer die genannten Bandbreiten weiterhin als Ausgangspunkt seiner Schätzung verwenden.

Für die Kammer nachvollziehbar und daher von ihr im Ergebnis nicht zu korrigieren ist dabei auch die in 2012 vom FAUB empfohlene Anhebung der Bandbreite der Marktrisikoprämie um einen Prozentpunkt. Sie wird nachvollziehbar auf die (immer noch anhaltenden) Auswirkungen der Finanzmarkt- und Euro-Schuldenkrise mit extrem niedrigen Renditen risikofreier Anlagen mit der Folge der Reduzierung des Basiszinssatzes gestützt, was bei anzunehmender konstanter Renditeerwartung zu einer tendenziell höheren Marktrisikoprämie führe (vgl. zur weiteren Begründung auch: Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, Die Marktrisikoprämie im Niedrigzinsumfeld, WPg 2018, 806 ff.). Möge auch dieser Ansatz des FAUB kritisiert oder in Frage gestellt werden, ändert dies wiederum nichts daran, dass er in der Fachwissenschaft breite Zustimmung erfährt (vgl. hierzu im Einzelnen auch die Ausführungen in der Antragserwiderung vom 20. Juli 2017 un-

ter Ziff. 4.3.2., Seite 42 ff. m.w.N.), damit anerkannt und gebräuchlich ist und von der Kammer daher nicht in Zweifel gezogen wird.

Nicht nachvollzogen werden kann in diesem Zusammenhang auch der von einigen Antragstellern erhobene Einwand, eine Marktrisikoprämie von 5,5 % sei nicht mit tatsächlich erzielbaren Renditen vereinbar. Ein Blick auf die historische Entwicklung des DAX zeigt, dass dieser seit dem Start im Jahr 1988 im Schnitt um 8,34 % zugelegt hat. (Quelle: <https://www.boerse.de/grundlagen/aktie/Renditedreieck-Dax-Jaehrliche-Durchschnittsrenditen-seit-1980-8>).

(2.2) Betafaktor

Angemessen und damit für die Unternehmensbewertung geeignete Schätzgrundlage ist auch der von angesetzte und von dem sachverständigen Prüfer bestätigte Betafaktor von 0,55 (unverschuldet).

Der Betafaktor gibt an, wie sich die Rendite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zum Marktportfolio verhält (vgl. Ballwieser, Unternehmensbewertung, 5. Aufl. 2016, S. 93; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl. 2012, Rz. 728 f.). Bei einem Betafaktor von 1 entspricht das Risiko des Bewertungsobjekts dem durchschnittlichen Risiko des Portfolios; eine Renditeänderung des Portfolios hat dann exakt im gleichen Umfang eine Renditeänderung des Bewertungsobjekts zur Folge. Bei einem Betafaktor über 1 führen Renditeänderungen des Portfolios zu höheren Renditeänderungen des Bewertungsobjekts, d.h. das Bewertungsobjekt birgt größere Renditechancen, aber auch größere Risiken. Bei einem Betafaktor unter 1 haben Renditeänderungen des Portfolios geringere Renditeänderungen bei dem Bewertungsobjekt zur Folge, d.h. die Renditechancen, aber auch die Risiken sind geringer (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 2. Aufl. 2010, S. 324). Der Betafaktor ist kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert (OLG Stuttgart, AG 2011, 560, juris Rz. 200; OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274, juris Rz. 235 m.w.N.). Grundlage für die Schätzung des Betafaktors können der historische Verlauf der Börsenkurse der zu bewertenden Aktie selbst bzw. derjenige einer Peer Group sein, wobei auch die unternehmensspezifische Risikostruktur berücksichtigt werden kann (OLG Stuttgart, AG 2011, 560, juris Rz. 200 m.w.N.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 5. Juni 2013 - 20 W 67/10, juris Rn. 209).

Ohne Erfolg rügen die Antragsteller daher, dass und der sachverständige Prüfer nicht das unternehmenseigene Beta der Verallia zugrunde gelegt, sondern stattdessen auf den Betafaktor einer Peer Group abgestellt haben. Das Abstellen auf eine Peer Group war vielmehr sachgerecht.

In der Rechtsprechung ist anerkannt, dass der Betafaktor (jedenfalls dann) aus einer Peer Group ermittelt werden kann, wenn der unternehmenseigene Beta-Faktor statistisch insignifikant ist (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 19. Januar 2011 – 20 W 3/09, juris Rn. 212).

Während diese Methode grundsätzlich für vorzugswürdig hält (vgl. Seite 56 des Bewertungsgutachtens), aber auch keinen eigenen signifikanten Betafaktor ermitteln konnte (Seite 54 des Bewertungsgutachtens), hat zudem der sachverständige Prüfer schlüssig dargelegt, dass auch nach der von ihm vorgenommenen Prüfung der aus dem Börsenkurs der Verallia abgeleitete Betafaktor statistisch nicht signifikant und damit nicht aussagekräftig ist (Seite 67 des Prüfberichts). Das Abstellen auf eine Peer Group ist daher nicht zu beanstanden.

Entgegen der Rügen der Antragsteller ergeben sich auch hinsichtlich der Auswahl der Vergleichsunternehmen für die Peer Group keine durchgreifenden Anhaltspunkte für deren Fehlerhaftigkeit.

hat im Bewertungsgutachten schlüssig und nachvollziehbar die Auswahl der in die Peer Group eingestellten Unternehmen dargelegt und begründet. Der sachverständige Prüfer hat diese auf Basis einer eigenen Prüfung als angemessen und als bestmöglichen Vergleichsmaßstab unter Berücksichtigung des Geschäftsmodells der Verallia als Behälterglashersteller für die Getränke- und Lebensmittelindustrie bestätigt. Mit nachvollziehbarer und überzeugender Begründung hat die sachverständige Prüferin in der mündlichen Verhandlung zudem erläutert, warum die Gerresheimer Glas AG entgegen der Behauptung einiger Antragssteller nicht in die Peer Group einzubeziehen ist. Zu arg unterscheidet sich demnach das Geschäftsmodell der Gerresheimer Glas AG mit dem Absatzmarkt in der Pharma- und Gesundheitsbranche nebst der zusätzlichen Herstellung von Kunststoffbehältern von dem der Verallia. Überdies ist anzumerken, dass die Einbeziehung der Gerresheimer Glas AG sich aufgrund des höheren unternehmenseigenen unverschuldeten Betafaktors von 0,64 - und damit über dem Durchschnitt der Peer Group von 0,55 liegend - für die Antragsteller als nachteilig darstellen würde, weshalb diese Forderung auch deshalb nicht so recht nachvollziehbar erscheint.

Der von ermittelte Betafaktor von abgerundet 0,55 (unverschuldet) wurde auch vom sachverständigen Prüfer nachvollzogen und anhand eigener Betrachtungen - auch auf Basis von Roh-Betafaktoren anstelle von von verwendeter adjustierter Betafaktoren - nachgebildet (Seite 71 des Prüfberichts). Der von ermittelte Betafaktor liegt dabei innerhalb der vom sachverständigen Prüfer ermittelten Bandbreite von 0,5 und 0,7 und zwar insoweit für die Antragsteller mit 0,55 vorteilhaft an deren unteren Ende.

(3) Wachstumsabschlag

Rügen gegen die Höhe des angesetzten Wachstumsabschlages von 0,31 % greifen nicht durch.

Der Wachstumsabschlag hat die Funktion, in der Phase der ewigen Rente die zu erwartenden Veränderungen der Überschüsse abzubilden, die bei der nominalen Betrachtung gleichbleibend aus dem letzten Planjahr abgeleitet werden. Der Wachstumsabschlag dient demnach der Berücksichtigung der nachhaltig erwarteten Gewinnsteigerung des Unternehmens für den Zeitraum der ewigen Rente (OLG Stuttgart, Beschluss vom 20. Juni 2013 – 20 W 6/10, juris Rn. 222).

Die von [] und dem sachverständigen Prüfer zur Berücksichtigung des Wachstums angewandte Methodik ist allgemein anerkannt und entspricht den Empfehlungen des IDW S 1 i. F. 2008 (Rn. 94 ff.). So wird in der ewigen Rente (anders als in der Detailplanungsphase) von einem konstant nachhaltig zu erzielenden Ergebnis ausgegangen. Die Berücksichtigung der nachhaltig erwarteten Gewinnsteigerung erfolgt über einen Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz.

Das Bewertungsgutachten von [] sowie die dieses bestätigenden Ausführungen des sachverständigen Prüfers bieten eine hinreichende Grundlage dafür, dass die Kammer den dort angesetzten Wachstumsabschlag von 0,31 % seiner Schätzung des Unternehmenswertes zugrunde legen kann.

Die Rügen der Antragsteller, insbesondere, dass der Wachstumsabschlag nicht unterhalb der Inflation liegen dürfe, das Gewinnwachstum deutscher Unternehmen empirisch höher sei als der Wachstumsabschlag und Rechtsprechung und Literatur von höheren Wachstumsabschlägen ausgehen würden und verschiedene unternehmensspezifischen Gründe dafür sprächen, dass der Wachstumsabschlag für die Verallia höher als 0,31 % läge, verfangen nicht

So ist es entgegen der Ansicht einiger Antragsteller nicht zwingend, dass der konkret zu zugrunde zu legende Wachstumsabschlag wenigstens der Höhe der erwarteten allgemeinen Inflation entsprechen müsse. Denn nach IDW S 1 i. F. 2008 (Rn 95 f.) können nicht nur Preissteigerungen, sondern auch Mengen- und Strukturveränderungen (Absatzausweitungen oder -einbrüche, Kosteneinsparungen) Ursachen für Veränderungen der nominalen finanziellen Überschüsse sein. Die erwartete Geldentwertungsrate könne daher nur ein erster Anhaltspunkt sein. Die Preissteigerungen, denen sich das Unternehmen gegenüberstellt, könnten von der Teuerungsrate abweichen. Zudem könne nicht ohne weiteres unterstellt werden, dass diese Preissteigerungen voll auf die Kunden übergewälzt werden könnten.

Gemessen an diesen Maßstäben ist das von [] mit 0,31 % angesetzte nachhaltige Wachs-

tum nicht zu bestanden. Denn neben der von und dem sachverständigen Prüfer jeweils in den Blick genommenen Inflationsrate mit zum Bewertungsstichtag historisch niedrigem Stand für Deutschland von 0,3 % und langfristigen Prognosen für die nächsten 20 Jahre (bis 2036) von 1,45% (vgl. Seite 73 des Prüfberichts) waren folgende Gesichtspunkte maßgebend:

„Die SGO Gruppe verfolgt kurz- bis mittelfristig das Ziel, durch die Maßnahmen zur Produktivitätssteigerung und die Annahme der Überwälzbarkeit der inflationsbedingten Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite die Produktivität zu steigern. Die Überwälzung von Preissteigerungen ist der Gesellschaft jedoch in der Vergangenheit aufgrund der hohen Wettbewerbsintensität der Behälterglasindustrie und dem hieraus entstandenen kompetitiven Preiskampf nur teilweise gelungen. Darüber hinaus können auch Änderungen der gesetzlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen, wie z.B. Wegfall der Entlastung von energiereichen Unternehmen, zu erheblichen Kostensteigerungen führen. Fraglich ist daher, ob langfristig vor dem Hintergrund des Preisdrucks auf der Absatzseite von Effizienzsteigerungen und einer nahezu vollständigen Überwälzbarkeit der inflationsbedingten Preissteigerungen ausgegangen werden kann. Auch künftig wird sich der Preiswettbewerb voraussichtlich weiter verschärfen mit der Folge, dass die Überwälzung von inflationsbedingten Kostensteigerungen langfristig aufgrund des sich intensivierenden Wettbewerbsumfeldes nur eingeschränkt möglich sein wird.“

(Seite 74 des Prüfberichts)

Soweit diese Ansicht von den Antragstellern aufgrund eigener anderer Einschätzung nicht geteilt wird, ist ihnen dies zuzugestehen. Da aber die Einschätzung des sachverständigen Prüfers in sich schlüssig, frei von Widersprüchen und für die Kammer plausibel ist, besteht auch hier kein Anlass, diesen Ansatz durch eine andere, ebenfalls nur vertretbare Annahme zu ersetzen.

Auch aus der unter Bezugnahme auf verschiedene Studien aufgestellten Behauptung der Antragsteller, dass das Gewinnwachstum deutscher Unternehmen in der Vergangenheit über der Inflationsrate gelegen habe und der Wachstumsabschlag deshalb zu niedrig bemessen sei, lässt sich für den hier zu betrachtenden Fall nichts herleiten. Denn der Wachstumsabschlag ist immer konkret für das zu bewertende Unternehmen zu bemessen. Pauschale Ansätze verbleiben sich (Steinle/Liebert/Katzenstein in: Born/Ghassemi-Tabar/Gehle, a.a.O., § 34 Rn. 150). Überdies gibt es auch zahlreiche empirische Untersuchungen, wonach das durchschnittliche Gewinnwachstum von Unternehmen in der Vergangenheit auch langfristig unterhalb der durchschnittlichen Preissteigerungsrate lag, weshalb jedenfalls die gängigen, in Bewertungs- wie Spruchpraxis sowie Wissenschaft akzeptierten bzw. angesetzten Wachstumsabschläge regelmäßig unterhalb der Inflationsrate liegen (vgl. Steinle/Liebert/Katzenstein, in: Born/Ghassemi-Tabar/Gehle, a.a.O., § 34 Rn. 153 m.w.N.). Insofern ist auch die Behauptung einiger Antragsteller, die Rechtsprechung anerkenne grundsätzlich höhere Wachstumsraten haltlos.

Soweit die Antragsteller anführen, unternehmensspezifische Besonderheiten rechtfertigten einen

höheren Wachstumsabschlag als 0,31 % ist zunächst festzuhalten, dass es sich hierbei um einen einheitlichen Wert für die Verallia-Gruppe handelt, der sich aus einer Wachstumsrate für Deutschland von 0,25 %, für Russland von 0,5 % und für die Ukraine von 0,75 % unter Gewichtung der nachhaltigen Umsatzerlöse zusammensetzt. Die unterschiedlichen Marktchancen und -risiken wurden also getrennt bewertet. Soweit hier die Antragsteller eine andere Einschätzung haben als die Bewertungsgutachterin (so z.B.: Verallia sei im „Wachstumsmarkt Glas“ tätig, weswegen eine höhere Wachstumsrate anzusetzen sei) mag dies vertretbar sein. Der Gesamtumsatz der deutschen Glasindustrie von 2008 bis 2014 mit einem Absinken um 8,4 % von 9.913 Mio. Euro auf 9.084 Mio. Euro zeichnet jedenfalls ein anderes Bild (Seite 12 f. des Bewertungsgutachtens). Und auch hier ist wiederum letztlich entscheidend, dass angesichts der Vertretbarkeit beider Einschätzungen für eine Korrektur durch die Kammer kein Anlass besteht.

dd. Sonderwerte

Die von berücksichtigten und so vom sachverständigen Prüfer bestätigten Sonderwerte sind nicht zu beanstanden.

Dem Barwert der künftigen Erträge des betriebsnotwendigen Vermögens zum Stichtag 8. Juni 2016 sind Sonderwerte hinzuzurechnen bzw. abzuziehen.

Hierzu gehören nach der durch den sachverständigen Prüfer bestätigten Auffassung von der Beteiligung der Verallia an der thailändischen Gesellschaft Bangkok Glass Industry Company Ltd. in Höhe von 1,01 %, das zum 31. Dezember 2015 bestehende Körperschaftssteuerguthaben der Verallia in Höhe von 2,4 TEUR sowie nicht betriebsnotwendige Ackerflächen in Deutschland und eine nicht betriebsnotwendige Immobilie in Russland in zum Buchwert 31. Dezember 2015 angesetzter Höhe von 343 TEUR bzw. 28 TEUR.

Die überwiegend pauschal gehaltenen Einwände gegen die Berücksichtigung und die Höhe der Sonderwerte sind nicht stichhaltig. hat im Einzelnen und mit jeweils nachzuvollziehender Begründung dargelegt, weswegen es die vier Positionen als Sonderwerte berücksichtigt hat. Der sachverständige Prüfer hat die Identifikation und die jeweiligen Wertansätze für die gesondert bewerteten Vermögenswerte mit den Verantwortlichen der Verallia und diskutiert. Widersprüchlichkeiten waren nicht zu erkennen. Nach Angaben des Vorstands gibt es auch keine weiteren nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerte.

Nachvollziehbar und überzeugend hat die sachverständige Prüferin auch im Termin vom 11. Juli 2018 noch einmal dargelegt, weswegen auch für die Berücksichtigung nicht betriebsnotwen-

diger Liquidität kein Raum besteht. Ein zum 31. Dezember 2015 noch relativ hoher Bestand von 32,3 Mio. Euro war dann zum 29. Februar 2016 schon auf 8,8 Mio. Euro abgeschmolzen und damit zum Bewertungsstichtag im Rahmen üblicher betriebsnotwendiger Liquidität.

Anhaltspunkte, von dieser Bewertung abzuweichen, ergeben sich für die Kammer folglich nicht.

ee. Zwischenergebnis

Insgesamt kann somit der gerichtlichen Schätzung ein Unternehmenswert nach der Ertragswertmethode in Höhe des von ermittelten und vom sachverständigen Prüfer bestätigten Betrags von 433.019 TEUR zugrunde gelegt werden. Daraus ergibt sich ein Wert je Aktie zum 8. Juni 2016 von 433,02 Euro, was dem Abfindungsangebot entspricht.

ff. Börsenkurs

Auch eine Betrachtung des Börsenkurses ergibt keine Zweifel an der Angemessenheit der angebotenen Abfindung. Im Gegenteil.

Nach der Rechtsprechung ist als Börsenkurs der nach Umsatz gewichtete Durchschnittskurs innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme, hier durch die Ad-Hoc-Mitteilung vom 15. Dezember 2015, heranzuziehen (vgl. BGH, ZIP 2010, 1487, juris Rn. 10 - „Stollwerck“). Der so ermittelte Börsenkurs stellt dabei die Untergrenze dar, wenn er den nach der fundamentalanalytischen Bewertungsmethode ermittelten Unternehmenswert überschreitet.

Dieser Durchschnittskurs beträgt hier nach der Ermittlung der BaFin im dreimonatigen Referenzzeitraum vor dem 15. Dezember 2015 373,11 Euro und liegt damit erheblich unter dem Ertragswert.

Der Börsenwert ist allerdings im Einzelfall entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung auf den Stichtag hochzurechnen, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstrichen ist und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt (BGH, ZIP 2010, 1487, juris Rn. 29 – „Stollwerck“).

Diese Voraussetzungen sind hier aber nicht erfüllt, da zwischen der Ad-Hoc-Mitteilung am 15. Dezember 2015 und dem zustimmenden Beschluss der Hauptversammlung vom 8. Juni 2016 nur knapp sechs Monate liegen. Denn als üblich ist im Hinblick auf den Aufwand für Bewertung, Prüfung und Vorbereitung der Hauptversammlung jedenfalls noch ein Zeitraum von bis zu sechs

Monaten anzusehen (vgl. OLG Stuttgart, ZIP 2012, 133, juris Rn. 468 m.w.N.) Der Bundesgerichtshof hat in der „Stollwerck-Entscheidung“ erst bei einem Zeitraum von siebeneinhalb Monaten eine Anpassung für erforderlich gehalten (BGH ZIP 2010, 1487, juris Rn. 29).

gg. Plausibilisierung

Neben dem Abgleich mit dem Börsenkurs haben und der sachverständige Prüfer den mittels des Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswert auch anhand von vereinfachten Preisfindungen in Form von Trading-Multiplikatoren und Vorerwerben einer Plausibilitätsbeurteilung unterzogen (vgl. Seite 59 des Bewertungsgutachtens und Seite 79 des Prüfberichts).

Die so ermittelten Multiplikatoren weisen bei eine Bandbreite von 274,08 Euro bis 553,54 Euro und beim sachverständigen Prüfer eine Bandbreite von 275,34 Euro bis 538,10 Euro je Aktie auf. Der für die Verallia ermittelte Unternehmenswert von 433,02 Euro liegt hier im oberen Bereich der Unternehmenswerte.

Vorerwerbspreise, d.h. außerhalb von Börsen für Anteilspakete bezahlte Transaktionspreise sind nicht zu beachten. Denn außerhalb von Börsen gezahlte Preise spiegeln den Verkehrswert nicht wider (*Steinle/Liebert/Katzenstein* in: Born/Ghassemi-Tabar/Gehle, a.a.O., § 34 Rn. 177 f. m.w.N.). Aber auch insoweit war im Rahmen von zweier von in den Blick genommener Vorerwerbe ein Kaufpreis, soweit er überhaupt ermittelt werden konnte, vereinbart, der deutlich unterhalb des ermittelten Ertragswert liegt (vgl. Seite 61 des Bewertungsgutachtens), was von der sachverständigen Prüferin im Termin vom 11. Juli 2017 noch einmal nachvollziehbar erläutert wurde.

2. Ausgleich

Auch der garantierte Ausgleich ist angemessen.

Nach § 304 Abs. 1 Satz 2 AktG muss ein Beherrschungsvertrag, wenn die Gesellschaft nicht auch zur Abführung ihres ganzen Gewinns verpflichtet ist, den außenstehenden Aktionären einen bestimmten jährlichen Gewinnanteil nach der für die Ausgleichszahlung bestimmten Höhe garantieren. Nach § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG ist als Ausgleichszahlung mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte. Das Gericht hat dann im Spruchverfahren einen angemessenen Ausgleich festzusetzen, wenn der im Vertrag bestimmte Ausgleich

nicht angemessen ist, § 304 Abs. 3 Satz 3 AktG.

Nach Ziff. 4.2 des BGAV garantiert die Antragsgegnerin den außenstehenden Aktionären einen jährlichen Ausgleich von 20,27 Euro brutto je Aktie bzw. nach Abzug von Körperschaftssteuer und Solidaritätszuschlag nach dem geltenden Steuersatz einen Betrag von derzeit netto 17,06 Euro je Aktie.

hat diesen Betrag ausgehend von dem nach obigen Grundsätzen ermittelten Ertragswert der Gesellschaft unter Berücksichtigung des betriebsnotwendigen Vermögens berechnet.

Dabei hat für die Verrentung des Werts je Aktie einen Zinssatz von 3,94 % (vor persönlicher Einkommenssteuer) bzw. von 2,90 % (nach persönlicher Einkommenssteuer) angesetzt, der sich aus dem Basiszinssatz von 0,74 (nach persönlicher Steuer) und halbem Risikozuschlag von 2,16 % (nach persönlicher Steuer) zusammensetzt.

Der sachverständige Prüfer hält die Berechnung des Ausgleichs für zutreffend. Gegen die Berechnung bestehen auch aus Sicht der Kammer keine Bedenken.

Die Kammer teilt die Auffassung der Antragsgegnerin, dass entgegen der Behauptung der Antragsteller Ziff. 44 und 45 auch für den zu ermittelnden Ausgleich der Ertragswert, wie von erfolgt, unter Abzug einer Wachstumsthesaurierung heranzuziehen ist, weil ohne diese wachstumsbedingte Thesaurierung das angesetzte Wachstum gar nicht zu erzielen ist. Jedenfalls führt deren Berücksichtigung wegen der Geringfügigkeit nicht zur Unangemessenheit des Ausgleichs (s.o. unter II.1. b. bb. (11)).

Ebenfalls sachgerecht ist es, den anzusetzenden Verrentungssatz weder dem risikolosen Basiszinssatz noch dem vollen Kapitalisierungszinssatz gleichzusetzen. Denn einerseits weist die Ausgleichszahlung ähnlich wie eine Unternehmensbeteiligung einen höheren Risikogehalt aus als ein festverzinsliches Wertpapier. Andererseits unterliegt die Ausgleichszahlung, da sie während der Laufzeit des BGAV garantiert und der Höhe nach stabil ist, nicht dem üblichen Schwankungsrisiko von Unternehmenserträgen, weswegen das Risiko der Ausgleichszahlung auch nicht dem vollen Risiko einer unternehmerischen Beteiligung gleichzusetzen ist (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 5. Juni 2016 - 20 W 6/10, juris Rn. 259).

Deshalb ist es gängige Praxis und erscheint angemessen, den Mittelwert aus Basiszinssatz und risikobehaftetem Kapitalisierungszinssatz heranzuziehen, wie es hier auch von gemacht und vom sachverständigen Prüfer gebilligt wurde.

Nicht zu beanstanden ist in diesem Zusammenhang auch, dass für die Bestimmung des Verrentungssatzes nicht auf die von Verallia Packaging SAS begebene Anleihe abgestellt, sondern sich an dieser üblichen Mischzinssatzbildung orientiert hat. Denn auch die begebene Anleihe spiegelt angesichts des viel höheren Ausfallrisikos nicht das Risiko der Ausgleichsberechtigten in sachgerechter Weise wider.

III.

Die Kostenentscheidung folgt aus § 15 SpruchG. Es ist nicht veranlasst, abweichend von den gesetzlichen Regelungen den Antragstellern aus Billigkeitsgründen die Gerichtskosten, auch nicht teilweise, aufzuerlegen und Kostenerstattungen anzuordnen. Dies gilt auch, soweit Anträge als unzulässig zu verwerfen waren, denn gesonderte Kosten sind dadurch nicht verursacht worden.

Der Anspruch des gemeinsamen Vertreters gegen die Antragsgegnerin auf Ersatz von Auslagen und Vergütung ergibt sich aus § 6 Abs. 2 SpruchG.

Der Geschäftswert ist nach § 74 GNotKG auf den Mindestwert von 200.000 Euro festzusetzen.

Rechtsmittelbelehrungen:

Gegen Ziff. 1 bis 3 dieses Beschlusses kann das Rechtsmittel der Beschwerde (§ 12 Absatz SpruchG) eingelegt werden.

Die Beschwerde muss binnen einer Frist **von einem Monat** (§ 63 Absatz 1 FamFG) bei dem

Landgericht Stuttgart
Urbanstraße 20
70182 Stuttgart

eingelegt werden (§ 64 Absatz 1 Satz 1 FamFG).

Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses an die Beteiligten. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von 5 Monaten nach Erlass des Beschlusses (§ 63 Absatz 3 FamFG). Die Einlegung der Beschwerde bei dem Oberlandesgericht als Beschwerdegericht wahrt diese Frist nur, wenn die Beschwerde innerhalb der Frist noch an das Landgericht gelangt.

Die Beschwerde kann nur durch eine Beschwerdeschrift eingelegt werden, die durch einen Rechtsanwalt unterzeichnet sein muss (§ 12 Absatz 1 Satz 2 SpruchG). Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird (§ 64 Absatz 2 Satz 2 FamFG). Eine Begründung soll vorgelegt werden (§ 65 Absatz 1 FamFG). Die Begründung ist wegen der Abhilfeentscheidung nach § 68 Absatz 1 FamFG beim Landgericht Stuttgart einzulegen.

Die **Festsetzung des Geschäftswertes (Ziff. 4 des Beschlusses)** kann mit der Beschwerde nach § 83 Absatz 1 GNotKG **bis 6 Monate nach Rechtskraft** angefochten werden, wenn der Wert des Beschwerdegegenstandes 200 Euro übersteigt oder das Gericht diese zugelassen hat.

Die Beschwerde ist bei dem

Landgericht Stuttgart,
Urbanstraße 20,
70182 Stuttgart

einzulegen. Der Mitwirkung eines Rechtsanwalts bedarf es nicht.

Rechtsbehelfe können auch als elektronisches Dokument eingelegt werden. Eine Einlegung per E-Mail ist nicht zulässig. Wie Sie bei Gericht elektronisch einreichen können, wird auf www.ejustice-bw.de beschrieben.