Beglaubigte Abschrift

I-26 W 2/20 [AktE]
39 O 133/06
LG Düsseldorf

OBERLANDESGERICHT DÜSSELDORF

BESCHLUSS

in dem Spruchverfahren
zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung
für die durch Squeeze-out (§§ 327a, 327b AktG) auf die

übertragenen Aktien der Minderheitsaktionäre der

Schmalbach-Lubeca AG,

an dem noch beteiligt sind:

hat der 26. Zivilsenat des Oberlandesgerichts Düsseldorf durch die Vorsitzende Richterin am Oberlandesgericht den Richter am Oberlandesgericht und die Richterin am Oberlandesgericht

am 17.04.2023

b e s c h l o s s e n:

Auf die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin zu 2) vom 2.12.2019 wird der Beschluss der 9. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Düsseldorf vom 28.10.2019 – 39 O 133/06 (AktE) – unter Zurückweisung der sofortigen Beschwerden der Antragstellerin zu 11) vom 3.12.2019, des Antragstellers zu 9) vom 4.12.2019, der Antragstellerinnen zu 17) und 26) sowie des Antragstellers zu 25) vom 9.12.2019, der Antragstellerin zu 8) vom 19.12.2019 sowie der Anschlussbeschwerde des Antragstellers zu 12) vom 16.12.2019 teilweise abgeändert und klarstellend wie folgt neu gefasst:

Die Barabfindung für die am 30.08.2002 beschlossene Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre wird auf 19,04 € je Stückaktie festgesetzt.

Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens erster und zweiter Instanz einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters der ausgeschiedenen Aktionäre trägt die Antragsgegnerin zu 2). Diese trägt auch die erstinstanzlich entstandenen sowie 50 % der in der Beschwerdeinstanz angefallenen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.

Der Geschäftswert für das erstinstanzliche Verfahren und für die Beschwerdeinstanz wird auf 2.903.917 € festgesetzt.

Gründe:

I.

Das Spruchverfahren betrifft die in der Hauptversammlung vom 30.08.2002 beschlossene Übertragung der Aktien von Minderheitsaktionären der - nachfolgend umgewandelten und umfirmierten - Schmalbach-Lubeca AG (SL AG) auf die gegen Gewährung einer Barabfindung (sog. Squeeze-out). Die wurde nachfolgend aufgrund Verschmelzungsvertrages vom 15.01.2003 und der Beschlüsse der Gesellschafterversammlungen vom selben Tag mit der Antragsgegnerin zu 2) verschmolzen.

Die SL AG war sowohl die Führungsgesellschaft des SL-Konzerns als auch operativ tätig, zudem war sie direkt und indirekt an anderen Gesellschaften beteiligt. Ihren Ursprung führte sie auf eine im Jahr 1898 gegründete Blechwarenfabrik zurück, die 1967 mit der Lubeca-Werke GmbH zur SL-Werke AG als dem zum damaligen Zeitpunkt größten Verpackungsunternehmens Europas fusionierte. Nach der Übernahme der Mehrheitsbeteiligung durch die VIAG AG im Jahr 1991 wurde der Konzern verstärkt ausgebaut und bestand zunächst aus fünf Geschäftsbereichen. Im Jahr 1997 trennte sich das Unternehmen von den Bereichen Kunststoffverpackungen und Metallverpackungen. Seitdem gliederte sich das operative Tätigkeitsfeld in die drei Geschäftsbereiche Getränkedosen, PET-Verpackungen und „White Cap“-Gläserverschlüsse. Im Geschäftsjahr 2001 war der Geschäftsbereich PET-Verpackungen mit rd. 51 % Anteil am Gesamtumsatz der größte Geschäftsbereich, während auf den Geschäftsbereich Getränkedosen ein Anteil von rund 32,5 % am Gesamtumsatz entfiel; den kleinsten Geschäftsbereich bildete der Geschäftsbereich „White Cap“-Verschlüsse (rd. 17 % Anteil am Gesamtumsatz). Mitte des Jahres 2001 brachte der Konzern seine nordamerikanischen Verschluss-Geschäfte in ein Gemeinschaftsunternehmen (White Cap LLC) ein, an dem er zu 65 % beteiligt war. Zum 1.10.2001 erwarb die SL AG im Rahmen einer Optimierung ihrer Werksstruktur Getränkedosenwerke in La Ciotat, Frankreich, und Runcorn, Großbritannien, von ihrem Konkurrenten Rexam plc. („Rexam“) und veräußerte im Gegenzug ein Werk in Ejpovice, Tschechische Republik, an Rexam (sog. „Ringpull-Projekt“). Die Fertigungskapazität des Werkes in Radomsko, Polen, wurde durch eine zweite Produktionslinie erhöht.

Mit am 7.05.2002 geschlossenen, zum 1.07.2002 vollzogenen Vertrag wurden die Geschäftsbereiche PET-Verpackungen und White-Cap-Verschlüsse veräußert und die diesen zugeordneten Beteiligungen und Vermögensgegenstände auf die Amcor

Ltd. („Amcor“) übertragen. Die SL AG war seitdem ausschließlich im Geschäftsbereich Getränkedosen tätig. Dieser umfasste die Herstellung und den Vertrieb von Getränkedosen und Dosendeckeln aus Weißblech und Aluminium in unterschiedlichen Gebindegrößen u.a. für Erfrischungsgetränke, Bier, Mineralwasser, Fruchtsaft, Milch- und Kaffeegetränke. In einer Pressemitteilung vom 9.07.2002 gab die SL AG bekannt, sich künftig auf ihren Kernmarkt Europa konzentrieren zu wollen. Deshalb habe das Unternehmen seine Mehrheitsbeteiligung an der Pacific Can Company Ltd. mit zwei Getränkedosenwerken in China verkauft. Weiter plane sie zur Erschließung des Marktpotenzials in Südosteuropa den Bau eines neuen Getränkedosenwerks in Belgrad. Zum Bewertungsstichtag betrieb die Gesellschaft zwölf Produktionsstätten in Deutschland, den Niederlanden, Frankreich, Großbritannien und Polen. In Europa hatte sie einen Marktanteil von insgesamt 27 %, wobei wesentliche Marktanteile insbesondere auf Deutschland (51,3 %), die Niederlande (33,0 %), Belgien (71,4 %), Frankreich (32,0 %), Großbritannien (28,8 %) und Polen (49,9 %) entfielen. Ihre wesentlichen Mitbewerber waren die Crown Holdings Inc. („Crown“), USA, mit einem Marktanteil von 20 % und vor allem Rexam mit einem Marktanteil von 49 %.

Das Grundkapital betrug 97.500.000 € und war in 97.500.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt, die an den Wertpapierbörsen in Düsseldorf, Hamburg, Hannover und Frankfurt am Main amtlich gehandelt wurden. 95.195.304 Aktien - entsprechend rd. 97,64 % des Grundkapitals - hielt
deren Rechtsnachfolgerin die Antragsgegnerin zu 2) ist. Die restlichen Aktien (2.304.696 Stück) befanden sich im Streubesitz.

Am 30.05.2002 richtete das Verlangen an die SL AG, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer Barabfindung auf sie zu übertragen. Der im Übertragungsbeschluss mit **17,78 €** je Aktie festgelegten Barabfindung stimmte die Hauptversammlung der SL AG am 30.08.2002 zu.

Nahezu zeitgleich, am 29./30.08.2002, schlossen die als Verkäuferin und als Erwerberin ein „Share Sale and Transfer Agreement“ über den Verkauf und die Übertragung sämtlicher Geschäftsanteile an der SL AG. Die Vereinbarung sah vor, dass zunächst der Squeeze-out der Minderheitsaktionäre der SL AG durchgeführt und die SL AG in eine GmbH umgewandelt werden sollte, danach sollten Vorabausschüttungen des rechtlich ausschüttungsfähigen Gewinns der Tochtergesellschaften der SL AG an diese und der SL AG an erfolgen. Diese dienten insbesondere

der Auskehrung des Netto-Erlöses aus der am 1.07.2002 vollzogenen Veräußerung der Geschäftsbereiche PET-Verpackungen und „White Cap“-Gläserverschlüsse an Amcor, der der Antragsgegnerin zu 2) zustehen sollte. Als Kaufpreis wurde ein Betrag von 1.175,0 Mio. € abzüglich von Pensions- und sonstigen Verbindlichkeiten gegenüber Dritten und Gewährleistungseinbehalten vereinbart. Der Kaufpreis wurde vereinfachend anhand von Multiplikatorbewertungen unter Verwendung von Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (Trading Multiples) ermittelt, die die Deutsche Bank anhand von sieben Vergleichsunternehmen des Bereiches „Metal Multiples“ und 14 Vergleichsunternehmen des Bereiches „Specialty Multiples“ durchgeführt hatte. Im Dezember 2002 erfolgte die Vorabgewinnausschüttung aufgrund der Veräußerung der Geschäftsbereiche PET-Verpackungen und „White Cap“-Gläserverschlüsse mit 760,0 Mio. €.

Der im Übertragungsbeschluss mit 17,78 € je Stückaktie festgelegten Barabfindung liegt ein Bewertungsgutachten der

vom 5.07.2002 zugrunde. Die Bewertungsgutachterin hat den Unternehmenswert zum Bewertungsstichtag 30.08.2002 anhand der Ertragswertmethode – unter Berücksichtigung des zum Stichtag gültigen Bewertungsstandards **IDW S1 2000** – mit **1.733,4 Mio. €** ermittelt und den daraus resultierenden Wert je Stückaktie mit **17,78 €** abgeleitet. Der Ermittlung der Ertragsüberschüsse in der Detailplanungsphase (Geschäftsjahre 2002 bis 2004) hat sie die von der Gesellschaft im Oktober 2001 erstellte Ergebnisplanung des Geschäftsbereichs Getränkedosen für die Geschäftsjahre 2002 bis 2004 zugrunde gelegt; die Ergebnisbeiträge der sog. Corporate Gesellschaften sowie die Kosten der Konzernleitung wurden für die Zwecke der Unternehmensbewertung gesondert geplant. Das nachhaltige Ergebnis (Geschäftsjahre 2005 ff.) hat die Bewertungsgutachterin durch Multiplikation des erwarteten Umsatzes des Jahres 2005 mit der für das Jahr 2005 angenommenen EBIT-Marge berechnet. Letztere hat sie mit 10,8 % - dem Durchschnittswert der in den Jahren 1999 bis 2004 erwarteten EBIT-Margen - angesetzt, da die in den Jahren 2002 bis 2004 geplanten EBIT-Margen ihrer Einschätzung nach für die Zukunft nicht fortgeschrieben werden konnten und langfristig mit dem Aufbau neuer Kapazitäten durch etablierte Anbieter und neuen Wettbewerbern gerechnet werden müsse. Den Basiszins hat die Bewertungsgutachterin mit 6 % zugrunde gelegt, den Risikozuschlag als Produkt aus Vorsteuer-Marktrisikoprämie (5,0 %) und Betafaktor (0,9) mit 4,5 % angesetzt. Den Betafaktor hat sie aufgrund des geringen Börsenhandels mit der SL AG-Aktie in der Vergangenheit und der infolge der Veräußerung der Geschäftsbereiche PET-

Verpackungen und „White Cap“-Gläserverschlüsse geänderten Risikostruktur der Gesellschaft anhand einer Peer Group internationaler Verpackungshersteller (Ball Corporation, Rexam und Crown) ermittelt. Da die SL AG einerseits eine komfortablere Ausstattung mit Eigenkapital als die Vergleichsunternehmen aufwies, andererseits jedoch insbesondere aufgrund der Einführung des Dosenpfandes zum 1.01.2003 in Deutschland größeren operativen Risiken ausgesetzt war, hat sie den mit 0,98 ermittelten Peer Group-Betafaktor (zehn Jahre/monatlich) letztlich abgerundet mit 0,9 zugrunde gelegt. Unter Berücksichtigung der typisierten Einkommensteuerbelastung (35 %) ergab sich für die erste Phase ein Kapitalisierungszinssatz von 6,825 %. Für die Phase der ewigen Rente hielt die Bewertungsgutachterin einen Wachstumsabschlag von 1 % und daraus resultierend einen Kapitalisierungszinssatz von 5,825 % für angemessen.

Der Durchschnittsbörsenkurs Dreimonatszeitraum bis zum 31.05.2002 lag mit **8,49 €** je Stückaktie (deutlich) unter dem ermittelten Wert je Aktie.

Die vom Landgericht zur sachverständigen Prüferin gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG bestellte bestätigte die Angemessenheit der Barabfindung mit Testat vom 8.07.2002.

Der Übertragungsbeschluss wurde am 19.11.2002 in das Handelsregister eingetragen und zuletzt am 5.03.2003 bekannt gemacht.

Die Antragsteller haben die im Übertragungsbeschluss festgelegte Kompensation für zu gering gehalten. U.a. haben sie gerügt, sowohl der Basiszins als auch Marktrisikoprämie und Betafaktor sowie die als deren Produkt gebildeten Risikozuschläge seien zu hoch, der Wachstumsabschlag sei zu niedrig angesetzt worden. Zur Ermittlung des Betafaktors sei der historische unternehmenseigene Betafaktor heranzuziehen. Persönliche Ertragssteuern seien nicht zu berücksichtigen. Die der Wertermittlung zugrunde gelegte Planung sei zu pessimistisch. Der für das Jahr 2002 angenommene Umsatz sei zu gering. Die für die Detailplanungsphase und für die Phase der ewigen Rente angesetzten EBIT-Margen seien unplausibel. Erträge aus dem geplanten Dosenwerk in Belgrad seien zu Unrecht nicht erfasst worden. Der Anteil der nicht betriebsnotwendigen liquiden Mittel sei zu gering angesetzt worden.

Die Antragsteller haben um Festsetzung einer angemessenen Barabfindung gebeten.

Die Antragsgegnerinnen haben gemeint, die im Übertragungsbeschluss festgelegte Barabfindung sei – auch unter Berücksichtigung des bei der Veräußerung der SL AG erzielten Erlöses und des Börsenkurses – jedenfalls angemessen.

Das Landgericht hat die - im weiteren Verlauf des erstinstanzlichen Verfahrens umstrukturierte - beauftragt, eine selbstständige Neubewertung durchzuführen. Diese hat den Unternehmenswert durch den mit der Erstellung des Gutachtens vom 27.03.2009 befassten Wirtschaftsprüfer und Steuerberater unter Zugrundelegung des **IDW S1 2005/2008** (zunächst) zunächst mit 2.152,3 Mio. € und die Barabfindung mit 22,08 € je Stückaktie ermittelt; nach Korrektur des nachhaltigen Steueraufwands hat den Unternehmenswert mit **2.134,2 Mio. €** und den Wert je Stückaktie mit **21,89 €** – entsprechend einer Erhöhung gegenüber der im Übertragungsbeschluss festgelegten Kompensation um rd. 23 % - errechnet („Variante 4“ des Ergänzungsgutachtens vom 19.04.2017).

Wie die Bewertungsgutachterin hat für die Ableitung der Zukunftserfolge im Detailplanungszeitraum die vom Vorstand der SL AG am 26.10.2001 genehmigte Ergebnisplanung für die Geschäftsjahre 2002 bis 2004 zugrunde gelegt. Das von der Gesellschaft erwartete Umsatzwachstum und die für die Jahre 2003 und 2004 angesetzten EBIT-Margen hat er für plausibel gehalten. Auch den von der Bewertungsgutachterin mit 1 % angesetzten Wachstumsabschlag für die Phase der ewigen Rente hat für angemessen erachtet. Hingegen hat er den nach der Planung für das Geschäftsjahr 2002 vorgesehenen Rückgang der Marge von 10,31 % im Vorjahr auf 9,86 % auch mit Blick auf die Markteinschätzungen von Wettbewerbern als unplausibel angesehen und für das Geschäftsjahr 2002 unter Zugrundelegung einer EBIT-Marge von 10,82 % - dem Mittelwert zwischen der 2001 erzielten EBIT-Marge (10,31 %) und der für das Jahr 2003 Geplanten (11,33 %) - ein um 10.147 T€ höheres EBIT von 114.712 T€ angesetzt (Bewertungsgutachterin: 104.565 T€). Das für die Phase der ewigen Rente (Geschäftsjahre 2005 ff.) maßgebliche EBIT des Geschäftsjahres 2005 hat W. um 25.448 T€ - rd. 20 % - auf 152.128 T€ erhöht (Bewertungsgutachterin: 126.680 T€). Anders als die Bewertungsgutachterin hat er keinen Anlass gesehen, zur Ermittlung des Ergebnisses im Jahr 2005 lediglich die durchschnittliche EBIT-Marge des Zeitraums 1999 bis 2004 heranzuziehen. Stattdessen hat er das EBIT des Jahres 2005 aus dem Ergebnis des Jahres 2004 (148.809 T€) und einer angenommenen Steigerung in Höhe des nachhaltigen jährlichen Wachstums von 1 % abgeleitet. Die Gesellschaft habe sich im Jahr 2005 in einem eingeschwungenen Zustand befunden, auch hätten

keine auf eine Verminderung der Marge in der Phase der ewigen Rente hindeutenden Anzeichen für eine Erhöhung des Wettbewerbs im Getränkedosenmarkt vorgelegen. Der europäische Getränkedosenmarkt sei nach Einschätzung von Mitbewerbern und dem Interessenverband der europäischen Getränkedosenhersteller BCME vergleichsweise konjunkturunabhängig. Überdies hat W. den Sollzinssatz und daraus resultierend den Zinsaufwand für das Geschäftsjahr 2002 einschließlich der Folgewirkungen auf die Ertragssteuern 2002 und 2004 geringer angesetzt. Den Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens hat er von 556,9 Mio. € auf 631,8 Mio. € erhöht. Dem betriebsnotwendigen Vermögen hat er mit Blick auf den körperschaftsteuerlichen Verlustvortrag der polnischen Tochtergesellschaften einen Sonderwert in Höhe von 894 T€ hinzugefügt, da dieser nicht vollständig mit deren Jahresergebnissen habe verrechnet werden können. Die im Rahmen der Neubewertung unter Zugrundelegung des IDW S 1 2005/2008 zu bestimmende Ausschüttungsquote hat er konstant mit 50 % angesetzt.

Zudem ist von geringeren Kapitalisierungszinssätzen als die Bewertungsgutachterin ausgegangen. Den Basiszins hat er mit 5,5 % vor bzw. - unter Berücksichtigung der typisierten persönlichen Ertragssteuer (35 %) – 3,575 % nach Steuern zugrunde gelegt (Bewertungsgutachterin: 6 %). Die Marktrisikoprämie hat er mit 4,5 % nach persönlichen Steuern (Bewertungsgutachterin: 5 % *vor* Steuern), den Betafaktor (unverschuldet) mit 0,6 (Bewertungsgutachterin: 0,9) angesetzt. U.a. hat er die Studie von Stehle (WPg 2004, 906 ff.) zur Ermittlung der Marktrisikoprämie anhand von Untersuchungen über die Renditen von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren plausibilisiert, die er einer im Jahr 2004 aktualisierten Zusammenstellung des Deutschen Aktieninstituts (DAI) („Aktie versus Rente“) entnommen hat. Dem historischen unternehmenseigenen Betafaktor hat W. mangels statistischer Signifikanz keine Aussagekraft beigemessen und den Betafaktor - insoweit wie die Bewertungsgutachterin - anhand einer Peer Group abgeleitet. Dabei hat er zwar dieselben Unternehmen (Ball, Rexam und Crown) als Vergleichsunternehmen identifiziert; den Betafaktor von Crown hat er jedoch nicht zur Ermittlung des Peer Group-Betafaktors herangezogen, weil dieser nicht statistisch signifikant gewesen sei. Auch habe Crown im Geschäftsjahr 2001 einen Jahresfehlbetrag erwirtschaftet und sei hinsichtlich der Eigenkapitalausstattung nicht mit der SL AG vergleichbar gewesen. Die Betafaktoren der Vergleichsunternehmen (Raw und Adjusted Beta, Levered bzw. Unlevered) hat er anhand von wöchentlichen und täglichen Renditeintervallen für Betrachtungszeiträume von einem Jahr, zwei Jahren und fünf Jahren, gemessen gegen den Standard & Poors 500-Index für Ball

und Crown bzw. gegen den FTSE 100-Index für Rexam, abgeleitet. Unter Berücksichtigung der künftigen operativen Risiken, denen die einzelnen Verpackungshersteller und die SL AG ausgesetzt sein würden, sowie aufgrund der drohenden Einführung des Einwegpfandes, hat einen pauschalen Aufschlag für geboten erachtet und letztlich einen Betafaktor von 0,6 (unverschuldet) angenommen. Im Ergebnis ist W. sowohl für die erste Phase als auch für die Phase der ewigen Rente zu geringeren Risikozuschlägen (Detailplanungsphase: 3,05 % bis 3,14 %, ewige Rente: 3,03 %; (konstant) 4,5 %) gelangt. Unter Berücksichtigung der typisierten Einkommensteuerbelastung (35 %) ergaben sich für die erste Phase Kapitalisierungszinssätze von 6,72 % bis 6,63 % (6,825 %), für die Phase der ewigen Rente von 5,61 % 5,825 %).

Gegen das Gutachten haben sowohl die Antragsteller als auch die Antragsgegnerinnen Einwendungen erhoben.

Die Antragsteller haben u.a. (weiter) gerügt, die Umsatzplanung für das Geschäftsjahr 2002 sei zu pessimistisch, die Kapitalisierungszinssätze und -parameter seien zu hoch, der Wachstumsabschlag sei zu niedrig angesetzt worden. Die Heranziehung des Adjusted Beta zur Ermittlung des Betafaktors sei unzulässig. Es sei der historische unternehmenseigene Betafaktor zugrunde zu legen. Die von vorgenommene Anpassung wegen Risiken aufgrund der Einführung des Dosenpfands sei willkürlich.

Die Antragsgegnerinnen haben insbesondere die von vorgenommenen Plananpassungen sowie die Absenkung der Marktrisikoprämie und des Betafaktors gerügt. Die Begründung für die Erhöhung des EBIT im Geschäftsjahr 2002 sei widersprüchlich und unplausibel, dies gelte ebenso für die Anhebung des EBIT in der Phase der ewigen Rente. Der Ansatz der Marktrisikoprämie mit 4,5 % nach Steuern sei deutlich zu niedrig und widerspreche wissenschaftlichen Erkenntnissen. Die Ermittlung des Betafaktors sei methodisch fehlerhaft, die Verwendung von Tagesbetas in der Bewertungspraxis unüblich, die Ableitung anhand des pauschalen Aufschlags nicht nachvollziehbar. Überzeugende Gründe, die Betafaktoren von Crown nicht in die Ermittlung des Peer Group-Betafaktors einzubeziehen, lägen nicht vor. Der Ansatz des Betafaktors mit 0,6 (unverschuldet) trage den aus der Einführung des Dosenpfands resultierenden operativen Risiken nicht hinreichend Rechnung.

Das Gutachten hat - nach Umstrukturierung der an deren Stelle persönlich als Sachverständiger beauftragt - mit Stellungnahmen vom 31.08.2011 und 19.04.2017 schriftlich ergänzt

und im Anhörungstermin vom 15.01.2016 mündlich erläutert. Weiter ist ihm aufgegeben worden, die Details der Entwicklung der Betafaktoren nachzureichen. In seinem Ergänzungsgutachten vom 19.04.2017 hat - ohne allerdings die Ergebnisse seiner diesbezüglichen Analysen näher darzustellen - die Betafaktoren von Crown (weiter) als statistisch nicht signifikant eingestuft. Im Ergebnis hat er den im Gutachten vom 27.03.2009 mit 0,6 (unverschuldet) angenommenen Betafaktor unverändert für geeignet gehalten, das künftige unternehmensspezifische Risiko zu beziffern. Den von ihm ermittelten Ertragswert hat unter Berücksichtigung des bei der Veräußerung der SL AG erzielten Erlöses anhand von Multiplikatoren plausibilisiert und alternative Berechnungen zum Unternehmenswert unter Heranziehung des in der Ausgangsbewertung zugrunde gelegten IDW S1 2000 (bei Ansatz der Vorsteuer-Marktrisikoprämie mit 4 %), unter Ansatz einer geringeren betriebsnotwendigen Liquidität und unter Ansatz geringerer (Raw-)Betafaktoren (0,4 und 0,5) angestellt. Unter Zugrundelegung des IDW S 1 2005 ist er zu Unternehmenswerten zwischen 2.134,2 Mio. € (Betafaktor 0,6, ohne Anpassung der betriebsnotwendigen Liquidität) und 2.476,6 Mio. € (Betafaktor 0,4, ohne Anpassung der betriebsnotwendigen Liquidität) und daraus resultierend rechnerischen Barabfindungsbeträgen von 21,89 € bis 25,40 € je Stückaktie gelangt. Den seiner Auffassung nach maßgeblichen Unternehmenswert hat er zuletzt – nach isolierter Korrektur des nachhaltigen Steueraufwands – mit **2.134,2 Mio. €** und daraus resultierend den Wert je Stückaktie mit **21,89 €** beziffert („Variante 4“ des Ergänzungsgutachtens vom 19.04.2017). Wegen der Einzelheiten wird auf das Sachverständigengutachten vom 27.03.2009, die ergänzenden Stellungnahmen vom 31.08.2011, 15.12.2015 und 19.04.2017 sowie das Sitzungsprotokoll vom 15.01.2016 verwiesen.

Ein von den Antragsgegnerinnen angebotener Vergleich kam nicht zustande.

Durch den angegriffenen Beschluss hat das Landgericht die Anträge gegen die als Rechtsnachfolgerin der SL AG am erstinstanzlichen Verfahren beteiligte Antragsgegnerin zu 1)
zurückgewiesen. Die angemessene Barabfindung hat es – vollumfänglich der von zuletzt für maßgeblich erachteten Wertermittlung in der „Variante 4“ des Ergänzungsgutachtens vom 19.04.2017 folgend – mit **21,89 €** je Stückaktie festgesetzt. Wegen der Ausführungen im Einzelnen wird auf die Gründe des Beschlusses verwiesen.

Dagegen wenden sich sowohl die Antragsgegnerin zu 2) als auch die

Antragstellerinnen zu 8), 11), 17), 26) und die Antragsteller zu 9) und 25) mit ihren sofortigen Beschwerden sowie der Antragsteller zu 12) mit seinem als „Beschwerde“ eingelegten Rechtsmittel.

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der ausgeschiedenen Aktionäre machen geltend, der von zunächst ermittelte Anteilswert i.H.v. 22,08 € je Aktie stelle „allenfalls die Untergrenze“ einer angemessenen Barabfindung dar. Der wahre Wert je Aktie müsse „irgendwo zwischen 21,89 € und 25,40 € je Aktie“ liegen. Das Landgericht sei mit von einem noch zu hohen Kapitalisierungszinssatz ausgegangen. Es sei eine weitere Reduzierung der Marktrisikoprämie, des Betafaktors und des Basiszinses geboten. Ausweislich des im Internet abrufbaren Basiszinsrechners Wollny sei der Basiszins „richtigerweise auf einen Bereich zwischen 5,2 % und 5,4 %“ vor Steuern zu ermäßigen. Zu Unrecht habe das Landgericht - statt auf den unternehmenseigenen - auf den (adjustierten) Betafaktor einer Peer Group abgestellt, ohne sich überdies mit der das sog. Adjusted Beta betreffenden Rechtsprechung der Oberlandesgerichte Frankfurt und Karlsruhe auseinanderzusetzen. Der Aufschlag auf die ermittelten Betafaktoren zur Berücksichtigung der aus der Einführung des Dosenpfands resultierenden Risiken sei nicht sachgerecht; überdies sei der Aufschlag der Höhe nach nicht nachvollziehbar. Einige Antragsteller rügen weiter, die auf die Umsatzerwartungen und das EBIT bezogenen Planannahmen seien unplausibel. Die von W. angenommene Ertragsverbesserung bringe das Ertragspotenzial noch nicht ausreichend zum Ausdruck. Der Abzug der Einkommensteuer bei der Ermittlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens sei fehlerhaft, wodurch eine um 1,21 € je Stückaktie zu geringe Barabfindung berechnet habe. Einzelne Antragsteller rügen zudem, das Landgericht habe gegen seine Amtsermittlungspflicht verstoßen. Mit Schriftsatz vom 15.07.2017 sei gefordert worden, W. aufzugeben mitzuteilen, welche Auskünfte und Unterlagen er von den anwaltlichen Vertretern der Antragsgegnerin erbeten und erhalten und inwieweit er diese bei der Erstellung des Ergänzungsgutachtens vom 19.04.2017 (nicht) verwertet habe. Dem sei das Landgericht nicht nachgegangen.

Die Antragsteller beantragen,

> den landgerichtlichen Beschluss abzuändern und eine höhere Barabfindung festzusetzen.

Die Antragsgegnerin zu 2) beantragt,

> den Beschluss des Landgerichts Düsseldorf vom 28.10.2019 - 39 O 133/06

(AktE) - abzuändern, soweit das Landgericht den Anträgen auf Heraufsetzung der Barabfindung entsprochen hat, und die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung vollständig zurückzuweisen.

Sie rügt, der der landgerichtlichen Schätzung zugrunde gelegte Ertragswert sei rechnerisch nicht nachvollziehbar. Jedenfalls sei eine Barabfindung, die - wie vom Landgericht angenommen - den Börsenkurs um 150 % überschreite, offensichtlich nicht plausibel. Als Schätzgrundlage sei nach einer mittlerweile zunehmend vertretenen Auffassung der Rechtsprechung und einer im Vordringen befindlichen Auffassung im Schrifttum allein der – hier mit 8,49 € je Aktie ermittelte - Durchschnittsbörsenkurs maßgeblich. Zudem sei der in der Praxis wohl einzigartige Sonderfall gegeben, dass ein mit einem fremden Dritten ausgehandelter Marktpreis für sämtliche Anteile an der zu bewertenden Gesellschaft zum Bewertungsstichtag vorliege bzw. bekannt sei, der deutlich unterhalb des Ertragswerts liege. Der vereinbarte Kaufpreis sei besser als Maßstab für die angemessene Barabfindung geeignet als jeder theoretische, auf einer Vielzahl von Annahmen beruhende Ertragswert; jedenfalls verdeutliche er die Unplausibilität der landgerichtlichen Schätzung.

Zudem wendet sich die Antragsgegnerin zu 2) gegen die Ertragswertermittlung als solche. U.a. rügt sie, die Anpassung der EBIT-Marge für das Geschäftsjahr 2002 sei zu Unrecht erfolgt, da die diesbezügliche Planung der Gesellschaft plausibel gewesen sei. Die von für die Anhebung des EBIT angeführte Begründung sei widersprüchlich. Für eine Korrektur des mit 6,0 % zugrunde gelegten Basiszinses sei kein Raum gewesen. Die Marktrisikoprämie sei richtigerweise mit 5,5 % nach Steuern anzusetzen, worauf sie – die Antragsgegnerin zu 2) – bereits erstinstanzlich mehrfach hingewiesen und eine entsprechende Berechnung verlangt habe; dem sei das Landgericht unter Verletzung des Amtsermittlungsgrundsatzes und ihres Anspruchs auf rechtliches Gehör nicht nachgekommen. Nichts anderes gelte im Ergebnis für den Betafaktor, dessen Absenkung im Wesentlichen auf der Korrektur der Peer Group beruhe. Die Einführung des Dosenpfandes habe W. unzureichend berücksichtigt.

Die Antragsteller bitten um Zurückweisung der sofortigen Beschwerde.

Der gemeinsame Vertreter hat Stellung genommen.

Der Senat hat Beweis erhoben durch Einholung eines - auf die dagegen vorgetragenen Einwendungen der Verfahrensbeteiligten nochmals schriftlich ergänzten - Gutachtens des Sachverständigen zur Ermittlung des

Betafaktors. Dieser hat den Betafaktor in seinem Gutachten vom 29.11.2021 anhand einer aus drei Unternehmen - Rexam, Amcor und Nampak Ltd. („Nampak“) - gebildeten Peer Group unter Zugrundelegung eines fünfjährigen Erhebungszeitraums mit monatlicher Renditemessung und Heranziehung der jeweiligen lokalen Indizes der Vergleichsunternehmen als Referenzindizes mit gerundet 0,7 (unverschuldet) bestimmt. Den Unternehmenswert einschließlich des daraus resultierenden Barabfindungsbetrags hat er gemäß dem (korrigierten) Modell des Sachverständigen in der „Variante 4” des Ergänzungsgutachtens vom 19.04.2017 neu berechnet. Dabei hat er zum einen den von ihm abgeleiteten Betafaktor in Höhe von 0,7 zugrunde gelegt und zum anderen - den Vorgaben des Senats entsprechend - die Marktrisikoprämie in der Bandbreite von 4,5 % bis 6,0% variiert. Für das Relevern der Betafaktoren hat er, dem Modell des Sachverständigen folgend, die Modigliani/Miller-Anpassung herangezogen. Dabei hat er den Verschuldungsgrad - unternehmenswerterhöhend - korrigiert, weil er den von vorgenommenen Abzug des Fremdkapitalbestandes vom Ertragswert bei der Berechnung des Verschuldungsgrades für nicht sachgerecht erachtet hat. Ansonsten ist er, den Vorgaben des Senats entsprechend, von gegenüber der „Variante 4" des Ergänzungsgutachtens unveränderten Annahmen und Parametern ausgegangen. Wegen der weiteren Feststellungen wird auf das Gutachten vom 29.11.2021 und die ergänzende Stellungnahme vom 15.11.2022 Bezug genommen.

Wegen des weiteren Vorbringens wird auf die gewechselten Schriftsätze, in Bezug genommenen Anlagen und gutachterlichen Stellungnahmen verwiesen.

II.

Die Rechtsmittel sind jeweils zulässig. In der Sache ist allein die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin zu 2) in dem aus dem Tenor ersichtlichen Umfang begründet. Die Rechtsmittel der Antragsteller bleiben ohne Erfolg.

1. Die sofortigen Beschwerden der Antragsgegnerin zu 2) und der Antragsteller sind - mit Ausnahme des als „Beschwerde“ bezeichneten Rechtsmittels des Antragstellers zu 12) (dazu s. u.) - form- und fristgerecht binnen zwei Wochen nach Zustellung des angegriffenen Beschlusses eingelegt worden. Da sie nach Inkrafttreten des Spruchverfahrensgesetzes eingelegt wurden, finden die Vorschriften des Spruchverfahrensgesetzes auf das Beschwerdeverfahren Anwendung (§ 17 Abs. 2 Satz 2 SpruchG). Nach der Übergangsvorschrift in Art. 111 Abs. 1 des Gesetzes zur Reform des Verfahrens in Familiensachen und in den Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit vom 17.12.2008 (FGG-RG, BGBl. I S. 2586) sind das

Gesetz über die Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit und die Verfahrensvorschriften des Spruchverfahrensgesetzes in der bis zum 1.09.2009 geltenden Fassung anzuwenden, weil das Verfahren in erster Instanz vor Inkrafttreten des Gesetzes über das Verfahren in Familiensachen und in den Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit (FamFG) eingeleitet wurde (vgl. nur BGH, Beschluss v. 1.03.2010 - II ZB 1/10 Rn. 7 f., ZIP 2010, 446 ff.). Auf die Angaben der Antragsteller zum Beschwerdewert kommt es daher nicht an.

Auch das von dem Antragsteller zu 12) am 16.12.2019 - nach Ablauf der in § 11 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 22 Abs. 1 Satz 1 FGG geregelten Zwei-Wochen-Frist - eingereichte Rechtsmittel ist als unselbständige Anschlussbeschwerde zulässig. Insbesondere bestand für den Antragsteller zu 12) die Möglichkeit, sich noch nach Fristablauf mit der unselbständigen Anschlussbeschwerde am Beschwerdeverfahren zu beteiligen, weil mit der sofortigen Beschwerde der Antragsgegnerin zu 2) ein anschlussfähiges Rechtsmittel vorlag (vgl. BGH, Beschluss v. 13.12.2011 - II ZB 12/11 (KG) Rn. 10, NZG 2012, 191). Die Anschlussbeschwerde kann noch nach Ablauf der Beschwerdefrist erhoben werden (vgl. nun § 66 Satz 1 FamFG).

2. In der Sache hat allein die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin zu 2) in dem aus dem Tenor ersichtlichen Umfang Erfolg. Zu Recht rügt sie, dass das Landgericht die Barabfindung, dem Sachverständigen in seiner „Variante 4“ des Ergänzungsgutachtens vom 19.04.2017 folgend, zu hoch festgesetzt hat.

Der Senat schätzt den stichtagsbezogenen Unternehmenswert auf 1.856,37 € und daraus resultierend den Wert der angemessenen Barabfindung auf 19,04 € je Stückaktie. Dieser Betrag ergibt sich auf der Grundlage des IDW S1 2005/2008 anhand des nach der Ertragswertmethode - unter Zugrundelegung der Marktrisikoprämie mit 5,5 % nach Steuern und des Betafaktors mit 0,7 - ermittelten Unternehmenswertes, wobei die Schätzung insbesondere auf der ergänzenden gutachterlichen Bewertung des Sachverständigen im Beschwerdeverfahren beruht. Für die Heranziehung des Börsenkurses und/oder des zwischen der und vereinbarten Kaufpreises für den Verkauf und die Übertragung sämtlicher Geschäftsanteile an der SL AG als (alleinige) Bewertungsmethode - wie von der Antragsgegnerin zu 2) gefordert - ist kein Raum.

Mit Erfolg beanstandet die Antragsgegnerin zu 2), dass das Landgericht, dem Sachverständigen folgend, mit 4,5 % nach Steuern eine (deutlich) zu geringe Marktrisikoprämie und mit 0,6 einen zu geringen Betafaktor angesetzt hat. Der Senat

geht für seine Schätzung des Unternehmenswerts entsprechend seiner bisherigen Praxis von einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern aus, die in der Bandbreite der allgemein gebräuchlichen Marktrisikoprämien - auch für den hier maßgeblichen Bewertungsstichtag 30.08.2002 - liegt und sich am Mittelwert der Erkenntnisse der Wirtschaftswissenschaft für den Geltungsbereich des Halbeinkünfteverfahrens orientiert. Der Betafaktor ist entsprechend den durchweg überzeugenden Feststellungen des Sachverständigen mit 0,7 zugrunde zu legen. Von daher ist der Risikozuschlag gegenüber der Wertermittlung des erstinstanzlich beauftragten Sachverständigen insgesamt zu erhöhen. Die weiteren Einwendungen gegen die von zugrunde gelegten - in den Alternativberechnungen von übernommenen - Kapitalisierungsparameter und Planzahlen gehen fehl.

Die daraus resultierende Barabfindung liegt mit 19,04 € je Stückaktie deutlich über der im Übertragungsbeschluss mit 17,78 € je Aktie festgelegten Barabfindung. Die daraus resultierende Abweichung - um 1,26 € je Stückaktie bzw. 7,1 % - kann entgegen der Einschätzung der Antragsgegnerin zu 2) nicht als geringfügig angesehen werden, so dass die Kompensation entsprechend gerichtlich festzusetzen ist. Dies führt zur Abänderung der landgerichtlichen Entscheidung in dem aus dem Tenor ersichtlichen Umfang. Die Rechtsmittel der Antragsteller, die die gerichtliche Festsetzung einer noch höheren Kompensation als vom Landgericht festgesetzt fordern, sind unbegründet.

2.1 Die auf die Bewertungsmethode bezogenen Einwände bleiben ohne Erfolg.

Zutreffend sind alle sachverständigen Bewerter wie auch das Landgericht in der angegriffenen Entscheidung bei der Schätzung des Unternehmenswerts von der Ertragswertmethode ausgegangen. Diese ist als eine geeignete Methode der Unternehmensbewertung anerkannt (vgl. IDW S 1 2005 Tz. 16; BGH, Beschlüsse v. 21.02.2023 – II ZB 12/21 Rn. 19, juris; v. 12.01.2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 ff. Rn. 21; v. 29.09.2015 - II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 ff. Rn. 33 „Stinnes“; v. 21.07.2003 - II ZB 17/01, BGHZ 156, 57 Rn. 7 „Ytong") und verfassungsrechtlich unbedenklich (vgl. BVerfG, Beschluss v. 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff. Rn. 61 „Aktiengesellschaft"). Auch die Verfahrensbeteiligten haben die Ertragswertmethode im Verlauf des rd. 17 Jahre andauernden erstinstanzlichen Verfahrens zu keinem Zeitpunkt in Frage gestellt.

Wie das Landgericht richtig ausgeführt hat, ist eine Abfindung dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, sie also dem vollen

Wert seiner Beteiligung entspricht. Der anteilige Unternehmenswert ist unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen (vgl. BGH, Beschlüsse v. 21.02.2023 – II ZB 12/21 Rn. 17; v. 12.01.2016 - II ZB 25/14 Rn. 21; v. 29.09.2015 - II ZB 23/14 Rn. 33, jeweils aaO). Der Wert der Unternehmensbeteiligung kann sowohl unmittelbar, etwa durch Rückgriff auf den Börsenwert der Anteile, als auch mittelbar als quotaler Anteil an dem durch eine geeignete Methode, etwa der Ertragswertmethode, ermittelten Unternehmenswert, bestimmt werden. Die eine oder andere Methode scheidet nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des konkreten Falls nicht geeignet ist, den „wahren“ Wert abzubilden (BGH, Beschlüsse v. 21.02.2023 – II ZB 12/21 Rn. 18 f., aaO; v. 15.09.2020 - II ZB 6/20, BGHZ 227, 137 Rn. 20 „Wella III“; Senat, Beschluss v. 28.11.2022 – I-26 W 4/21 (AktE), BeckRS 2022, 38808 Rn. 36 f.; OLG München, Beschluss v. 14.12.2021 - 31 Wx 190/20, NZG 2022, 606 ff. Rn. 78 f. (nicht rechtskräftig); OLG Frankfurt, Beschluss v. 26.04.2021 - 21 W 139/19, AG 2021, 559 Rn. 38; v. 26.01.2017 - 21 W 75/15, AG 2017, 790 Rn. 28; Senat, Beschluss v. 15.12.2016 - I-26 W 25/12 (AktE), AG 2017, 709 ff. Rn. 50; BeckOGK/Drescher, 1.01.2023, SpruchG, § 8 Rn. 6; MüKoAktG/van Rossum, 6. Aufl. 2023 (im Erscheinen begriffen), § 305 Rn. 81 ff.; Steinle/Liebert/Katzenstein, MünchHdbGesR, Bd. 7, 6. Aufl. 2020, § 34 Rn. 158 ff.). Die Wahl der Methode obliegt grundsätzlich dem Tatrichter im Rahmen seines Schätzermessens (BGH, Beschluss v. 21.02.2023 – II ZB 12/21 Rn. 17 f., aaO).

Wie der Bundesgerichtshof entschieden hat, setzt der Rückgriff auf den Börsenkurs eines Unternehmens nicht voraus, dass der Kapitalmarkt in Bezug auf die Anteile streng allokations- und informationseffizient ist, also ein Zustand perfekten Wettbewerbs herrscht und alle prinzipiell zugänglichen öffentlichen und nichtöffentlichen Informationen korrekt in den Kursen verarbeitet sind (BGH, Beschluss v. 21.02.2023 – II ZB 12/21 Rn. 20, 34, aaO). Die Heranziehung des Börsenkurses scheidet jedoch dann aus, wenn über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel mit Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat bzw. der einzelne außenstehende Aktionär aufgrund einer Marktenge nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern (BVerfG, Beschluss v. 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94, aaO; BGH, Beschluss vom 12.03.2001 - II ZB 15/00 Rn. 20, BGHZ 147, 108, 116). Indizien für das Vorliegen einer Marktenge können dabei geringe Handelsvolumina, ein Handel nur an wenigen Börsentagen oder ein geringer Streubesitz der Aktien sein. An hinreichender Aussagekraft mangelt es Börsenkursen zudem, wenn unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorliegen oder wenn

kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden (BGH, Beschluss vom 21.02.2023 – II ZB 12/21 Rn. 51, aaO). Die Aussagekraft des Börsenkurses lässt sich nicht allein mit Hilfe der für die Frage der Marktenge entwickelten Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AV beurteilen. Vielmehr sind mit einer Liquiditätsanalyse - wie auch bei der Frage der Verwendbarkeit des unternehmenseigenen Betafaktors - zusätzlich umfassende Liquiditätskennziffern und damit die Handelsparameter in den Blick zu nehmen (Senat, Beschluss v. 28.11.2022 – I-26 W 4/21 (AktE) Rn. 42, 44, aaO).

Nach dieser Maßgabe stellt sich die - erstmals im Beschwerdeverfahren von der Antragsgegnerin zu 2) aufgeworfene - Frage, ob der Durchschnittsbörsenkurs im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe des Squeeze-out als (alleinige) Schätzgrundlage in Betracht kommt, schon deshalb nicht, weil der Börsenkurs der SL AG-Aktie – wie zum Betafaktor (Ziff. 2.6.1) näher ausgeführt wird – nicht aussagekräftig ist.

Auch der im „Share Sale and Transfer Agreement“ vereinbarte Kaufpreis ist entgegen der Ansicht der Antragsgegnerin zu 2) kein besserer Maßstab für die im Spruchverfahren gebotene Angemessenheitsprüfung. Preise, die am Markt von der herrschenden/übernehmenden Gesellschaft oder Dritten gezahlt werden, stellen in der Regel keine verlässliche Grundlage für die Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung dar, schon weil sie durch subjektive Wertvorstellungen und Sonderüberlegungen beeinflusst sein und vom objektivierten Unternehmenswert ohne weiteres abweichen können (vgl. IDW S1 2005 Tz. 13; BVerfG, Beschluss v. 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94 Rn. 57 ff., aaO; Senat, Beschlüsse v. 28.11.2022 – I-26 W 4/21 (AktE) Rn. 182, aaO; v. 22.03.2018 - I-26 W 18/14 (AktE), juris Rn. 49; v. 12.11.2015 - I-26 W 9/14 (AktE), AG 2016, 329 ff. Rn. 44; v. 9.01.2014 - I-26 W 22/12 (AktE), n.v.; v. 8.08.2013 - I-26 W 15/12 (AktE), NZG 2013, 1393 ff. Rn. 42; OLG Frankfurt, Beschluss v. 24.11.2011 - 21 W 7/11, AG 2012, 513 ff. Rn. 88; MüKoAktG/van Rossum aaO, § 305 Rn. 91; Stephan in: K. Schmidt/Lutter, AktG, 4. Aufl. 2020, § 305 Rn. 111 m.w.N.). Nichts anderes gilt in Bezug auf den hier im Rahmen des „Share Sale and Transfer Agreement“ gezahlten Preis. Dieser kann allenfalls zur Plausibilisierung des objektivierten Unternehmenswerts dienen. Für die Angemessenheit der von der Antragsgegnerin zu 2) geschuldeten Kompensation kann er schon deshalb nicht ausschließlich maßgeblich sein, da sonst der verfassungsrechtlich gebotene Anspruch der Minderheitsaktionäre auf gerichtliche Überprüfbarkeit der Kompensationsleistung unterlaufen würde. Das zur Gewährung der Barabfindung verpflichtete Unternehmen – hier: die Antragsgegnerin zu 2) –

hätte es anderenfalls in der Hand, ihre eigene Zahlungsverpflichtung aufgrund der angestrebten Strukturmaßnahme mit einem aus Sicht der Erwerberin günstigen Kaufpreis gering zu halten, während den von der Strukturmaßnahme betroffenen Minderheitsaktionären ein effektiver Rechtsbehelf zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung nicht zur Verfügung stünde. Dass die Vereinbarung, die die Antragsgegnerin zu 2) – als damalige Hauptaktionärin – mit der geschlossen hat, nahezu zeitgleich wie die beschlussfassende Hauptversammlung datiert, kann in Anbetracht dessen keine abweichende Bewertung rechtfertigen. Auf die von angeführten - von den Antragsgegnerinnen bestrittenen - subjektiven Motive, die zu einem etwaigen Verkauf der SL AG „unter Wert“ beigetragen haben könnten, kommt es danach nicht weiter an.

Ebenfalls zu Recht haben sowohl die im gerichtlichen Verfahren beauftragten Sachverständigen und - anders als noch die Bewertungsgutachterin und die sachverständige Prüferin in ihrer vor der Verabschiedung des IDW S 1 2005 erstellten, dem Übertragungsbeschluss zugrunde gelegten Wertermittlung - der Schätzung des Unternehmenswerts den Bewertungsstandard IDW S1 2005, ergänzt durch die in der Neufassung des IDW S1 2008 enthaltenen, formalen Überarbeitungen, zugrunde gelegt. Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs können der Schätzung des Unternehmenswertes im Spruchverfahren fachliche Berechnungsweisen zugrunde gelegt werden, die erst nach der Strukturmaßnahme, die den Anlass für die Bewertung gibt, und dem dafür bestimmten Bewertungsstichtag entwickelt wurden. Wie der Bundesgerichtshof ausgeführt hat, ist die Berechnung nach dem IDW S1 2005 vorzugswürdig, da er methodisch eine Verbesserung gegenüber dem IDW S1 2000 darstellt und Unzulänglichkeiten bei der Berücksichtigung des Halbeinkünfteverfahrens und der unterschiedlichen Besteuerung der Alternativanlage im IDW S1 2000 behebt. Die Abkehr von der Vollausschüttungshypothese stellt ebenfalls eine methodische Verbesserung dar, weil eine Vollausschüttung in der Wirklichkeit nicht vorkam und mit der Umstellung der der Berechnung zugrundeliegenden Alternativanlage in Aktien statt in festverzinslichen Wertpapieren die Abkehr folgerichtig war (vgl. BGH, Beschluss v. 29.09.2015 - II ZB 23/14, aaO Rn. 47). Die Anwendung des neueren Standards führt auch zu keiner Verfahrensverzögerung, da den Unternehmenswert - den diesbezüglichen Vorgaben des Landgerichts folgend – bereits im Gutachten vom 27.03.2009 unter Berücksichtigung des IDW S1 2005/2008 ermittelt hatte.

2.2 Die der landgerichtlichen Schätzung zugrunde gelegten und von entsprechend den Vorgaben des Senats für dessen Alternativberechnungen übernommenen Planzahlen sind nicht zu beanstanden.

Als Planungsgrundlage ist grundsätzlich die im Unternehmen verfügbare Unternehmensplanung zu verwenden (sog. Vorrang der unternehmenseigenen Planung; st. Rspr., vgl. zuletzt Senat, Beschluss v. 28.11.2022 – I-26 W 4/21 (AktE), aaO Rn. 70 m.w.N.). Als Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen sind die Planungen und darin enthaltenen Prognosen (nur) eingeschränkt daraufhin überprüfbar, ob die in der Planung enthaltenen Entscheidungen auf zutreffenden Informationen (Tatsachengrundlagen) und daran orientierten, realistischen Annahmen aufbauen, die zudem nicht in sich widersprüchlich sein dürfen (vgl. z.B. Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körber/Lieder, AktG, 5. Aufl. 2021, Anh. § 305 Rn. 24 ff. m.w.N.; Hasselbach, DB 2023, 814 ff., 816 m.w.N.). „Sonderplanungen“, die ausschließlich zu Bewertungszwecken außerhalb des Planungsprozesses erstellt werden, werden hingegen von der Rechtsprechung regelmäßig kritisch gesehen (vgl. etwa Senat, Beschluss v. 25.02.2020 - I-26 W 7/18 (AktE), AG 2020, 593 ff. Rn. 44 ff. m.w.N.).

Nach diesem Maßstab ist das Landgericht bei seiner Schätzung des Unternehmenswerts, W. folgend, zu Recht von der Ergebnisplanung des Geschäftsbereichs Getränkedosen für die Geschäftsjahre 2002 bis 2004 ausgegangen, die die Gesellschaft im Oktober 2001 erstellt und der Vorstand am 26.10.2001 verabschiedet hatte, und hat diese nur in einzelnen Punkten - insbesondere bei den in der Planung zugrunde gelegten EBIT-Margen - angepasst. Die der Bewertung zugrunde liegende rollierende Mittelfristplanung wurde für interne Steuerungs- und Kontrollzwecke erstellt. Ihre Basisprämissen (Absatz- und Preisentwicklungen, Kostentrends, Verhalten von Wettbewerbern, Nutzung eigener Aktionsparameter einschließlich Investitionsvorhaben) wurden dezentral von den einzelnen operativen Einheiten gesetzt und auf deren Basis ein Entwurf durch die zentrale Controllingabteilung erarbeitet. Anhaltspunkte für eine „Sonderplanung“ liegen nicht vor.

Aufgabe des sachverständigen Bewerters ist es, darauf basierend einen Ertragswert zu ermitteln, der sachgerecht erscheint und als solcher der geschuldeten Kompensationsleistung zugrunde gelegt werden kann. Daher sind Planungen des Unternehmens im Zuge der Bewertung nicht kritiklos zu übernehmen, sondern auf Plausibilität zu überprüfen (vgl. Senat, Beschluss v. 25.02.2020 – I-26 W 7/18 (AktE),

aaO Rn. 43; Popp/Ruthardt in: IDW, Bewertung und Transaktionsberatung, Kap. C Rn. 117).

2.2.1 Gemessen daran sind die vom Landgericht für den Detailplanungszeitraum zugrunde gelegten Umsatzerlöse, die die Bewertungsgutachterin, die sachverständige Prüferin und auch der vom Landgericht beauftragte Sachverständige vor dem Hintergrund der von ihm eingehend analysierten Entwicklung der Vorjahre übereinstimmend für plausibel eingeschätzt haben, nicht zu beanstanden. Anhaltspunkte dafür, dass die Umsatzerlöse zu pessimistisch geplant wären, liegen nicht vor.

Nach der Darstellung im Übertragungsbericht konnte die SL AG ihre Absatzmenge in der Vergangenheit zwischen 1999 und 2001 um 10,9 % jährlich steigern. Diese wuchs damit deutlich stärker als der europäische Getränkedosenmarkt, der im gleichen Zeitraum nach Untersuchungen des Instituts Beverage Can Makers Europe (BCME) lediglich ein Wachstum von 5,4 % jährlich aufwies (Übertragungsbericht 47). Die Umsatzerlöse der SL AG stiegen von 763,6 T € im Jahr 1999 auf 922,2 T € im Jahr 2001 (2000: 839,5 T €). Das überdurchschnittliche Wachstum der Vergangenheit wurde von der Unternehmensleitung der SL AG zum einen auf Sondereffekte wie den 1999 erfolgten Wiederaufbau und die Inbetriebnahme des durch einen Brandschaden beschädigten Werkes in Hassloch zurückgeführt, im Geschäftsjahr 2000 auf positive Umsatzeffekte in Osteuropa durch die Inbetriebnahme einer zweiten Produktionslinie in Radomsko (Übertragungsbericht 47). Die über dem Marktdurchschnitt liegende Umsatzsteigerung im Geschäftsjahr 2001 (+10 % gegenüber dem Vorjahr) führte die Unternehmensleitung auf die Übernahme von zusätzlichen Produktionskapazitäten im vierten Quartal 2001 durch die Übernahme der Werke La Ciotat und Runcorn sowie die zeitgleich vollzogene Veräußerung des Werks in Ejpovice im Rahmen des Ringpull-Projekts zurück (Übertragungsbericht S. 25). Durch die Übernahme des Werkes in La Ciotat wurde nach Einschätzung der Unternehmensleitung insbesondere die Position des Geschäftsbereichs im südeuropäischen Markt mit überdurchschnittlichen Wachstumschancen gestärkt, durch das Werk in Runcorn die Position des Geschäftsbereichs Getränkedosen im wichtigen Biersegment (Übertragungsbericht aaO). Der osteuropäische Markt wurde nach der Veräußerung des Werks in der Tschechischen Republik vorwiegend über das Werk in Radomsko bedient, dessen Fertigungskapazität durch die Installation einer zweiten Produktionslinie erhöht worden war. Die Unternehmensleitung erwartete, dass sich durch diese Transaktionen der Anteil der SL AG am europäischen Getränkedosen-Markt von ca.

27 % im Jahr 2001 auf ca. 31 % im Jahr 2002 erhöhen würde (Übertragungsbericht S. 48). Zum Bewertungsstichtag waren den Feststellungen des Sachverständigen zufolge - nach Abschluss des Ringpull-Projekts - keine wesentlichen Erweiterungsinvestitionen mehr geplant.

Ausgehend davon plante die Gesellschaft für den Detailplanungszeitraum (Geschäftsjahre 2002 bis 2004) nach den Akquisitionen und dadurch bewirkten Kapazitätsausweitungen in den Vorjahren eine Stabilisierung ihrer Marktstellung (Übertragungsbericht S. 50). Den Feststellungen des Sachverständigen zufolge sollten die Umsatzerlöse von 1.059 Mio. € im Geschäftsjahr 2002 auf 1.145 Mio. € im Geschäftsjahr 2004 steigen (2002: +14,9 %, 2003: +4,1 %; 2004: +3,7 %). Nach einem starken Anstieg im ersten Planjahr 2002, der im Wesentlichen auf Auswirkungen des Ringpull-Projekts beruhen sollte, sollte die für die Jahre 2002 bis 2004 erwartete Nachfrageerhöhung ihren Grund (ausschließlich) in verbesserten Produktionstechniken haben, etwa einer Erhöhung der Taktfrequenzen, der Einführung neuer Lackierverfahren sowie der Automatisierung der Verpackungsvorgänge (Übertragungsbericht S. 51). Die für die Geschäftsjahre 2003 und 2004 erwartete Umsatzsteigerung um durchschnittlich 3,9 % entsprach den seinerzeitigen Marktprognosen (Gutachten S. 43, Übertragungsbericht S. 50).

Wie der Sachverständige überzeugend schriftlich dargelegt und im Anhörungstermin nochmals ausführlich mündlich erläutert hat, sind die dem Ringpull-Projekt im Jahr 2002 zuzuordnenden Mehrumsätze mit rd. 110 Mio. € (¾ x (170 Mio. € - 19 Mio. €)) nicht zu gering angesetzt. Bei einem Vergleich der Planumsätze von 2002 mit den (bereinigten) Ist-Umsätzen des Geschäftsbereichs Getränkedosen im Geschäftsjahr 2001 müssen, wie der Sachverständige zutreffend festgestellt hat, auch Minderumsätze infolge des Verkaufs des Getränkedosenwerks in Ejpovice berücksichtigt werden. Diese betrugen nach Angaben von Rexam im Jahr 2000 12 Mio. GBP (rd. 19 Mio. €). Außerdem wurde das Ringpull-Projekt bereits mit Wirkung zum 1.10.2001 vollzogen, so dass ein Viertel des daraus resultierenden Mehrumsatzes bereits auf das Konzernergebnis 2001 entfiel.

Die über den Umsatz aus dem Ringpull-Projekt hinaus erwarteten Umsatzerlöse von rd. 28 Mio. € im Geschäftsjahr 2002 (+3,0 % gegenüber dem Vorjahresumsatz) entsprechen den zum Stichtag vorliegenden Marktanalysen zur Entwicklung des europäischen Getränkedosenmarktes; dies gilt ebenso für die insgesamt für 2003 (+4,1 %) und 2004 (+3,7 %) geplanten Umsatzsteigerungen. Wie W. überzeugend ausgeführt hat, herrschte zum Bewertungszeitpunkt weltweit eine ausgeprägte

konjunkturelle Schwächephase, von der der Getränkedosenmarkt allerdings kaum betroffen war. Nach einer Untersuchung der BCME stieg der Umsatz im europäischen Getränkedosen-Markt in den Jahren 1990 bis 2001 durchschnittlich um 6 %, was sowohl auf Mengen- als auch auf Preiserhöhungen zurückzuführen war. Für das Jahr 2002 wurde eine Fortsetzung dieses Trends erwartet. Auch die Deutsche Bank erwartete im Frühjahr 2002 eine Fortsetzung des Preisaufschwungs. Wettbewerber wie Ball gingen im Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2001 davon aus, die positive Umsatzentwicklung der Vergangenheit werde sich fortsetzen. Insbesondere wurden Zuwächse im Energy Drink-Markt erwartet; Rexam rechnete im Geschäftsbericht 2001 damit, dass Verpackungen für Konsumgüter relativ langsam durch Konkurrenzprodukte ersetzt würden, so dass die Herstellung ein vergleichsweise risikoarmes Geschäft sei.

Der Sachverständige hat weiter überzeugend erläutert, dass das in der Vergangenheit erzielte Umsatzwachstum relativ stabil zwischen 3 % und 5 % lag. Laut Konzernlagebericht der SL AG vom 31.12.2001 hielt die Nachfrage nach Getränkeverpackungen bedingt durch günstige Witterungsbedingungen in den Kernmärkten Europa und USA auch in 2001 an. Für 2002 wurden für die Branche und die Wettbewerbsposition der SL AG keine grundlegenden Änderungen erwartet. Die für das Jahr 2002 prognostizierte wirtschaftliche Erholung der Weltkonjunktur könne auch zu belebenden Effekten auf die Geschäftsentwicklung der SL AG führen. Den überzeugenden Feststellungen des Sachverständigen zufolge wurde zum Zeitpunkt der Bewertung für den europäischen Getränkedosenmarkt mit Umsatzsteigerungen zwischen 3 % und 5 % gerechnet. Das von der Gesellschaft ohne die Auswirkungen des Ringpull-Projektes für den Detailplanungszeitraum erwartete Umsatzwachstum von durchschnittlich 3,6 % lag danach zwar im unteren Bereich der Bandbreite der vorliegenden Markteinschätzungen. Dies hat W. indes vor dem Hintergrund, dass die SL AG vor allem in den reifen westeuropäischen Dosenmärkten mit vergleichsweise unterdurchschnittlichen Wachstumsraten tätig war, für nicht unplausibel erachtet.

Die von einzelnen (beschwerdeführenden) Antragstellern angeführte positive Entwicklung des ersten Quartals sowie des ersten Halbjahres 2002 gibt keinen Anlass, die Umsatzplanung zugunsten der Antragsteller zu modifizieren (vgl. Gutachten S. 46; Ergänzungsgutachten v. 31.08.2011 S. 9 ff.). Zwar lag der Umsatz in den ersten drei Monaten des Jahres 2002 mit 240 Mio. €, im ersten Halbjahr 2002 mit 572 Mio. € um 110 Mio. € (+23,8 %) über dem Konzernumsatz des entsprechenden Vorjahreszeitraums (462 Mio. €). Das operative Ergebnis (EBITDA)

fiel mit 36 Mio. € um 19,4 % höher als im ersten Quartal 2001 aus (Übertragungsbericht S. 27). Hingegen zeichnete sich der chinesische Markt bedingt durch Überkapazitäten und daraus resultierendem Preisdruck weiterhin durch schwierige Rahmenbedingungen aus. Die Unternehmensleitung entschied daher, sich rückwirkend zum 1.07.2002 von den chinesischen Getränkedosen-Aktivitäten zu trennen, deren Umsatzvolumen im Jahr 2001 bei 31 Mio. € gelegen hatte (Übertragungsbericht S. 26). Zudem hat nachvollziehbar bestätigt, dass Quartals- oder Halbjahresberichte aufgrund einer möglichen Beeinflussung durch einmalige, außerordentliche oder saisonale Effekte nur in eingeschränktem Maße zur Widerlegung von auf das Gesamtjahr bezogen Planzahlen – hier: der Umsatzerlöse im Detailplanungszeitraum 2002 bis 2004 – geeignet sind (Ergänzungsgutachten v. 31.08.2011 S. 11). Nach alledem ist nicht ersichtlich, dass die von der Bewertungsgutachterin, der sachverständigen Prüferin und für plausibel erachtete Umsatzplanung zu pessimistisch gewesen wäre.

2.2.2 Anlass, die von angepassten, vom Landgericht zugrunde gelegten EBIT-Margen zu korrigieren, besteht nicht. Die Rüge der Antragsgegnerin zu 2), der Sachverständige habe Planungen und Prognosen des Managements „willkürlich“ durch eigene Annahmen ersetzt, geht fehl. Entgegen der Einschätzung einzelner Antragsteller ist die von W. vorgenommene – werterhöhende - Anpassung auch nicht zu konservativ.

In ihrer Planung ging die Gesellschaft – nach EBIT-Margen von 9,47 % im Jahr 1999, 10,91 % im Jahr 2000 und 10,31 % im Jahr 2001 – für das erste Jahr des Detailplanungszeitraums 2002 von einem Rückgang der EBIT-Marge auf 9,86 % aus, während für den restlichen Detailplanungszeitraum wieder ein Anstieg der EBIT-Marge auf 11,33 % im Jahr 2003 und 13,00 % im Jahr 2004 geplant war. Als Grund für den erwarteten Rückgang der EBIT-Marge im Geschäftsjahr 2002 haben die Antragsgegnerinnen in der Antragserwiderung vom 24.10.2003 angegeben, durch die Akquisition des im Rahmen des Ringpull-Projekts hinzuerworbenen Werkes La Ciotat sei der Prozentsatz der in Frankreich abgesetzten 33 cl Dosen im Verhältnis zum Gesamtumsatz gestiegen, wobei die kleinere Dosengröße verglichen mit 50 cl Dosen eine geringere Marge habe. Die EBIT-Marge des französischen Teilkonzerns sei deshalb von 15,5 % im Jahr 2001 auf 9,3 % im Jahr 2002 gesunken, die Margenverschlechterung habe sich aufgrund der Größe des französischen Teilkonzerns auch auf den Gesamtkonzern der SL AG „übertragen“.

Den nach der Planung erwarteten Anstieg der EBIT-Marge auf 11,33 % im Jahr 2003

und 13,00 % im Jahr 2004 hat – im Einklang mit der Einschätzung der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin – als plausibel eingeschätzt und für seine Wertermittlung herangezogen. Hingegen hat er den für das erste Jahr der Detailplanungsphase - 2002 - geplanten Rückgang der EBIT-Marge auf 9,86 % nicht für sachgerecht gehalten (vgl. Gutachten S. 49). Seinen Feststellungen zufolge erwarteten unmittelbare Wettbewerber wie Ball zum Bewertungsstichtag langfristig ein Gewinnwachstum von 10 % bis 15 % jährlich, das vor allem durch Produktinnovationen, Rationalisierungsmaßnahmen bei Lagerhaltung und Materialverbrauch und die Aufgabe unrentabler Werke erreicht werden sollte. Auch Rexam ging von Margen zwischen 8 % und 11 % in der Vergangenheit aus und sah weder Anzeichen für zukünftig sinkende oder steigende Margen. Crown rechnete damit, dass die Verpackungsindustrie ab dem Jahr 2002 weltweit von in der Vergangenheit unternommenen Rationalisierungsmaßnahmen profitieren würde (Gutachten S. 50). Insgesamt zeichnete sich der europäische Getränkedosenmarkt, auf dem die SL AG - mit einem Marktanteil von insgesamt 27 % - ausschließlich tätig war, durch eine stabile Geschäftsentwicklung und Ertragslage aus. Zum Bewertungszeitpunkt herrschte weltweit eine konjunkturelle Schwächephase, deren Ende noch nicht absehbar war. Insgesamt wurden die Auswirkungen für die westeuropäischen Staaten aber als schwächer eingeschätzt als für die USA (Gutachten S. 18, 115). In Anbetracht all dessen ist es nicht zu beanstanden, dass das Landgericht im Rahmen seiner Schätzung des Unternehmenswerts die von W. angepasste EBIT-Marge für das Jahr 2002 mit 10,82 % - dem Mittelwert zwischen der im Geschäftsjahr 2001 erzielten (bereinigten) EBIT-Marge (10,31 %) und der für das Geschäftsjahr 2003 geplanten EBIT-Marge (11,33 %) - herangezogen hat.

Anhaltspunkte dafür, dass dieser Ansatz – wie einzelne Antragsteller meinen – zu konservativ wäre, liegen nicht vor. Dagegen spricht nicht zuletzt, dass die tatsächlichen Absatz- und Umsatzzahlen der Jahre 2002 bis 2004 - wie die Antragsgegnerinnen unwidersprochen dargelegt haben - unter den in der Planung angesetzten und damit erst Recht unter den von nach oben angepassten Werten lagen (vgl. Bl. 197 f., 206.).

Für die Ermittlung der für das nachhaltig wachsende Ergebnis maßgeblichen EBIT-Marge für das Geschäftsjahr 2005 hatte die Bewertungsgutachterin mit 10,8 % den Durchschnitt aus den in den Jahren 1999 bis 2004 erzielten bzw. erwarteten EBIT-Margen angesetzt. Die Zugrundelegung der im letzten Jahr des Detailplanungszeitraums - 2004 - geplanten Marge hat sie für nicht sachgerecht

erachtet, da sonst die Einflüsse konjunkturbedingter Umsatz- und Ertragsschwankungen unberücksichtigt blieben (Übertragungsbericht S. 56). hat demgegenüber keine Veranlassung gesehen, das Ergebnis vor Zinsen und Unternehmenssteuern im Jahr 2005 lediglich als durchschnittliche EBIT-Marge des Zeitraums 1999 bis 2004 anzusetzen. Stattdessen hat er das EBIT des Jahres 2005 aus dem Ergebnis des Jahres 2004 und einer mit 1 % angenommenen Steigerung in Höhe der Wachstumsrate abgeleitet. Die dagegen erhobenen Einwände der Antragsteller bleiben ohne Erfolg.

Die Prognose der finanziellen Überschüsse ist das Kernproblem einer jeden Unternehmensbewertung. Da die Phase der ewigen Rente regelmäßig nicht Gegenstand der Unternehmensplanung ist, obliegt es dem sachverständigen Bewerter, die ewige Rente unter Berücksichtigung gesonderter Analysen selbstständig herzuleiten (vgl. Senat, Beschluss v. 24.09.2020 – I-26 W 5/16 (AktE) Rn. 65; so auch OLG München, Beschluss v. 12.05.2020 - 31 Wx 361/18 Rn. 41, jeweils juris).

Nach Maßgabe dessen hat seine Prognose überzeugend damit begründet, dass zum Bewertungsstichtag keinerlei Anzeichen für eine Erhöhung des Wettbewerbs im Getränkedosenmarkt vorlagen, die auf eine Verminderung der Marge hingedeutet hätten. Insbesondere die bei einem Lieferantenwechsel entstehenden hohen Wechselkosten bei den Dosenabnehmern stellten neben den hohen Investitionskosten in Produktionsanlagen Markteintrittsbarrieren für neue Wettbewerber dar (Gutachten S. 60). Anhaltspunkte dafür, dass die von vorgenommene Anpassung zu pessimistisch wäre, liegen nicht vor. Von daher besteht kein Anlass, die Planung über die von Seiten der Bewertungsprüferin bereits vorgenommenen Modifikationen zugunsten der Antragsteller noch weiter anzupassen.

<u>2.3</u> Die Berücksichtigung der Einkommensteuer bei der Ermittlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ist nicht zu beanstanden. Dies gilt auch für den Abzug typisierter Ertragssteuern vom Wert der nicht betriebsnotwendigen Liquidität bezogen auf die Nettoerlöse aus dem Verkauf der Geschäftsbereiche PET-Verpackungen und „White Cap“-Gläserverschlüsse. Diesen hat das Landgericht - folgend – zu Recht für sachgerecht erachtet.

Nach den Feststellungen des Sachverständigen war der Vollzug der Vorabausschüttungen des rechtlich ausschüttungsfähigen Gewinns der Tochtergesellschaften der SL AG an diese und der SL AG an

nach dem am 29./30.08.2002 geschlossenen „Share Sale and Transfer Agreement“ aufschiebend bedingt dadurch, dass zunächst der Squeeze-out durchgeführt und die SL AG in eine GmbH umgewandelt wurde. Die nach dem „Share Sale and Transfer Agreement“ vorgesehene Ausschüttung der Nettoerlöse aus dem Verkauf der Geschäftsbereiche PET-Verpackungen und „White Cap“-Gläserverschlüsse an die setzte daher zwingend den Ausschluss der Minderheitsaktionäre voraus und war von daher nicht als werterhöhender Effekt im Rahmen der stichtagsbezogenen Wertermittlung zu berücksichtigen (vgl. OLG München, Beschluss vom 7.01.2022 – 31 Wx 399/18 Rn. 38; OLG Frankfurt, Beschluss v. 26.08.2009 – 5 W 35/09 Rn. 52, jeweils juris). Vor diesem Hintergrund kommt es auf den von einzelnen Antragstellern betonten Umstand, wonach die Verträge vor dem Stichtag unterzeichnet worden seien, nicht entscheidend an.

2.4 Die Rügen gegen den vom Landgericht mit 5,5 % angesetzten Basiszins bleiben ohne Erfolg.

Die Bewertungsgutachterin war – von der sachverständigen Prüferin gebilligt – von einem einheitlichen Basiszins von 6 % vor Steuern ausgegangen, der sich an der durchschnittlichen Rendite für langfristige Wertpapiere von Emittenten mit bester Bonität in der Vergangenheit, der aktuell beobachtbaren Umlaufrendite sowie Erwartungen über das künftige Zinsniveau orientierte. Dies entsprach der bis zur Überarbeitung des IDW S 1 im Oktober 2005 üblichen Bewertungspraxis. Empfehlungen des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer (AKU) sahen erst für Bewertungsstichtage ab dem 1.01.2003 explizit einen Ansatz mit 5,5 % vor (FN-IDW 1-2/2003, 26).

Das Landgericht ist gefolgt, der den Basiszins anhand der Svensson-Methode - ausgehend von einer Zinsstrukturkurve, die unter Berücksichtigung des aktuellen Zinsniveaus und von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten ermittelt wurde - abgeleitet hat. Die dagegen gerichteten Einwände der Antragsgegnerin zu 2) bleiben ohne Erfolg.

Die kapitalmarktorientierte Ableitung des Basiszinssatzes ist eine Methodenverbesserung gegenüber der vergangenheitsorientierten Ableitung, sich einem realistischen Basiszins zum Bewertungsstichtag zu nähern (ausführlich dazu Senat, Beschlüsse v. 21.12.2011 – I-26 W 2/11 (AktE) Rn. 65; v. 29.02.2012 - I-26 W 2/10 (AktE) Rn. 53, juris). Die Rechtsprechung legt die Zinsstrukturkurve in Spruchsachen inzwischen regelmäßig für die Berechnung des Basiszinses zugrunde (vgl. etwa Senat, Beschluss v. 24.09.2020 – I-26 W 5/16 (AktE) Rn. 68, BeckRS

2020, 31558; MüKoAktG/van Rossum aaO, § 305 Rn. 143 m.w.N.). Danach ergibt sich für den Dreimonatszeitraum vom 30.05.2002 bis 29.08.2002 ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz i.H.v. 5,5 %; für den vom IDW empfohlenen Zeitraum vom 1.05.2002 bis 31.07.2002 beträgt dieser 5,6 % (Gutachten W. S. 84). Unter Berücksichtigung der 2008 modifizierten Empfehlung, im Regelfall den ermittelten Zerobondzinssatz mit einer Restlaufzeit von 30 Jahren als nachhaltige Prognose anzusetzen (FN-IDW Nr. 11/2008 S. 490), liegt der ungerundete Basiszins für den Dreimonatszeitraum vom 30.05.2002 bis 29.08.2002 bei 5,4 %, für den Zeitraum vom 1.05.2002 bis 31.07.2002 bei 5,5 % (Gutachten S. 85). Die Fortschreibung der letzten auf Basis von Marktdaten ableitbaren (hypothetischen) Spot Rate stellt einen pragmatischen und sachgerechten Lösungsansatz dar und wird weiterhin auch vom FAUB des IDW empfohlen (Franken/Schulte in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rn. 6.28).

Gründe, den Basiszins niedriger, etwa - wie von einzelnen Antragstellern gefordert - „auf einen Bereich zwischen 5,2 % und 5,4 %“, anzusetzen, bestehen nicht. Zu der als Argument angeführten Berechnung anhand des im Internet abrufbaren „Basiszinsrechners“ WP Wollny hat der Senat bereits mehrfach Stellung genommen. Die landgerichtliche Schätzung wird durch sie nicht in Zweifel gezogen. Auf die entsprechenden Ausführungen wird zur Vermeidung von Wiederholungen verwiesen (vgl. etwa Senat, Beschlüsse v. 13.07.2020 – I-26 W 12/19 (AktE) Rn. 49, juris; v. 6.09.2018 – I-26 W 1/18 (AktE), BeckRS 2018, 26115 Rn. 44; v. 15.11.2016 – I-26 W 2/16 (AktE), BeckRS 2016, 114552 Rn. 45).

In der Rechtsprechung wurde bei Bewertungen mit vergleichbaren Bewertungsstichtagen ein Basiszinssatz von (mindestens) 5,5 % für angemessen erachtet (vgl. etwa Senat, Beschlüsse v. 6.09.2018 – I-26 W 2/18 (AktE): 5,8 % (Stichtag Juni 2002); v. 22.03.2018 – I-26 W 20/14 (AktE): 6 % (Stichtag August 2001); v. 4.07.2012 – I-26 W 11/11 (AktE): 5,7 % (Stichtag Juli 2002); OLG Frankfurt, Beschluss v. 26.08.2009 – 5 W 35/09: 6 % (Stichtag Juni 2002); OLG München, Beschluss v. 11.07.2006 – 31 Wx 41/05: 6 % (Stichtag Juni 2002), alle juris). In einer auf einen nahezu identischen Bewertungsstichtag (**27.08**.2002) bezogenen Entscheidung hat der Senat, der dortigen Neubewertung des Sachverständigen nach dem IDW S1 2005 folgend, den Basiszins ebenfalls mit 5,5 % angesetzt (Senat, Beschluss v. 15.08.2016 – I-26 W 17/13 (AktE), DStR 2016, 2809 Rn. 51). Nach alledem ist der vom Landgericht gewählte Ansatz auch bezogen auf den hier maßgeblichen Bewertungsstichtag (30.08.2002) nicht zu beanstanden.

Schließlich geht es auch nicht darum, einen mathematisch exakten „punktgenauen“ Unternehmenswert zu ermitteln (vgl. BGH, Beschluss v. 29.09.2015 – II ZB 23/14 aaO Rn. 36). Vielmehr sind die Annahmen auf ihre Plausibilität zu überprüfen, um im Rahmen des § 287 Abs. 2 ZPO zu einem angemessenen Barabfindungsbetrag zu gelangen.

2.5 Mit Erfolg rügt die Antragsgegnerin zu 2), dass das Landgericht mit 4,5 % nach Steuern - W. folgend - eine deutlich zu geringe Marktrisikoprämie angenommen hat. Der Senat geht für seine Schätzung des Unternehmenswerts von einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern aus, denn diese entspricht gängigen Annahmen der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung in vergleichbaren Bewertungsfällen auch mit nahezu identischem Stichtag. Die von W. angeführten Gründe für seinen deutlich geringeren Ansatz überzeugen nicht.

Die Bewertungsgutachterin hatte die Marktrisikoprämie – von der sachverständigen Prüferin gebilligt – mit 5 % vor – entsprechend 6 % nach Steuern angesetzt (vgl. Übertragungsbericht S. 62; Prüfbericht S. 13).

Dagegen hat - mit 4,5 % nach Steuern - für seine Wertermittlung bezogen auf Bewertungsfälle im Jahr 2002 und damit auch für den hier maßgeblichen Stichtag 30.08.2002 einen (deutlich) geringeren Ansatz für angemessen erachtet (Gutachten W. S. 98, Ergänzungsgutachten v. 31.08.2011 S. 81). Dabei hat er darauf verwiesen, dass Empfehlungen des AKU erstmals am 10.12.2004 – insbesondere gestützt auf die Ergebnisse der 2004 veröffentlichten Kapitalmarktstudie von Stehle (WPg 2004, 906 ff.) – für Bewertungsfälle im Geltungsbereich des Halbeinkünfteverfahrens mit Stichtagen ab dem 31.12.2004 ausgesprochen worden seien (Gutachten S. 92). Plausibilisierend hat er eine im Jahr 2004 aktualisierte Zusammenstellung („Aktie versus Rente“) des Deutschen Aktieninstituts herangezogen, nach deren Analyse er für Bewertungsanlässe im Jahr 2002 zu einer Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern gelangt ist (Gutachten S. 98, Ergänzungsgutachten v. 31.08.2011 S. 81).

Die Rechtsprechung hat dagegen in Bewertungsfällen mit nahezu identischem Stichtag einen Ansatz mit 5,5 % nach Steuern herangezogen (vgl. Senat, Beschlüsse v. 2.07.2018 - I-26 W 4/17 (AktE) (Stichtag August 2000); v. 22.03.2018 - I-26 W 18/14 (AktE) (Stichtag Juni 2002); v. 22.03.2018 - I-26 W 20/14 (AktE) (Stichtag August 2001); OLG Karlsruhe, Beschluss v. 12.09.2017 - 12 W 1/17 Rn. 73, 76 (Stichtag: **29.08**.2002), alle juris).

Vor diesem Hintergrund schätzt der Senat die Marktrisikoprämie für den hier

maßgeblichen - vor dem 31.12.2004 liegenden - Bewertungsstichtag 30.08.2002 ebenfalls auf 5,5 % nach Steuern, denn dieser Wert entspricht – anders als der deutlich geringere Ansatz von W. - gängigen Annahmen der Bewertungspraxis. Auch fügt er sich in die vom AKU für Bewertungsfälle ab dem 31.12.2004 ausgesprochene Empfehlung ein. Ausgehend von der rd. zwei Jahre nach dem Bewertungsstichtag 30.08.2002 - im Dezember 2004 - ausgesprochenen Empfehlung des AKU (FN-IDW Nr. 1-2/2005, S. 71) werden von der Bewertungspraxis für Bewertungsstichtage bis zum 6.07.2007 regelmäßig Marktrisikoprämien in einer Bandbreite von 4 % bis 5 % vor bzw. 5 % bis 6 % nach persönlichen Steuern angenommen (vgl. Wagner/Saur/Willershausen, WPg 2008, 731 ff.; Franken/Schulte/Brunner/Dörschell, Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 394 f.). Die Schätzung der Marktrisikoprämie mit 5,5 % nach Steuern entspricht dem Mittelwert dieser Bandbreite.

Hingegen sprechen die im Gutachten (S. 97) dargestellten Renditespannen nicht für die Vorzugswürdigkeit des von W. - mit 4,5 % nach Steuern - abgeleiteten, deutlich geringeren Einzelwerts. In anderen Bewertungsfällen mit ebenfalls vergleichbaren Stichtagen hat die obergerichtliche Rechtsprechung eine Marktrisikoprämie von <u>jedenfalls</u> 4 % vor - entsprechend 5 % nach - Steuern für angemessen gehalten (vgl. etwa Senat, Beschluss v. 15.08.2016 – I-26 W 17/13 (AktE): *mindestens* 4 % vor Steuern (Stichtag **27**.08.2002); v. 4.07.2012 – I-26 W 11/11 (AktE): 4 % vor Steuern (Stichtag Juli 2002); OLG Stuttgart, Beschluss v. 17.07.2014 - 20 W 3/12 Rn. 110 f.: 5 % vor Steuern (Stichtag September 2002); OLG Frankfurt, Beschluss v. 7.06.2011 - 21 W 2/11 Rn. 40: 5 % vor Steuern (Stichtag November 2003)). Die von angeführten Gründe für seinen deutlich geringeren Ansatz überzeugen nicht. Wie in seinem Gutachten (dort S. 96) (insoweit zu Recht) angemerkt hat, unterscheiden sich die der Zusammenstellung des vom Deutschen Aktieninstitut herausgegebenen Studie „Aktie versus Rente“ entnommenen Kapitalmarktuntersuchungen stark hinsichtlich des Betrachtungszeitraums, der verwendeten Datenbasis, der Untersuchungsverfahren sowie unterstellter Haltedauern. Insbesondere werden die Auswirkungen von Steuern und Inflation unterschiedlich berücksichtigt. Nach alledem können die daraus abgeleiteten empirischen Erkenntnisse keinen abweichenden Ansatz – noch dazu außerhalb der später vom AKU empfohlenen Bandbreite – rechtfertigen (so auch OLG Stuttgart Beschlüsse v. 18.12.2009 – 20 W 2/08 Rn. 226; v. 17.10.2011 - 20 W 7/11 Rn. 325; v. 3.04.2012 - 20 W 7/09 Rn. 110, jeweils juris). Die o.g. Empfehlung des AKU wird durch die vom Deutschen Aktieninstitut herausgegebenen Studie

„Aktie versus Rente“ schon nicht in Zweifel gezogen (vgl. Senat, Beschlüsse v. 20.06.2022 – I-26 W 3/20 (AktE) Rn. 87, BeckRS 2022, 26250 zu dem dortigen Ansatz der Bewertungsgutachterin mit 5,5 % nach Steuern (Stichtag Juli 2006); v. 11.05.2020 – I-26 W 14/17 (AktE), BeckRS 2020, 28412 Rn. 46 (Stichtag Mai 2010); ebenso OLG Stuttgart, Beschluss v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, aaO Rn. 224 ff. (Stichtag Juli 2007).

Die von angeführten, vornehmlich gegen die Ausarbeitung von Stehle (WPg 2004, 906 ff.) gerichteten und dem ständig mit Spruchverfahren befassten Senat bereits aus anderen Verfahren hinlänglich bekannten Einwände rechtfertigen ebenfalls keinen abweichenden Ansatz. Zur Ermittlung der historischen Marktrisikoprämie existieren zahlreiche Studien, die abhängig von der Heranziehung der jeweiligen Anknüpfungspunkte und Berechnungsmethoden teilweise zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen kommen. Dies beruht darauf, dass die Bestimmung der historischen Marktrisikoprämie eine Vielzahl von Annahmen von der Feststellung des Untersuchungszeitraums über die Bestimmung der Datenquellen für die Ermittlung der unterschiedlichen Renditen bis hin zur Art und Weise der Mittelwertbildung erfordert (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPg 2006, 1005, 1017). Sowohl die Frage, welche Mittelwertbildung bei der Ableitung der Marktrisikoprämie verwendet werden sollte, als auch die konkrete Höhe der Marktrisikoprämie ist innerhalb der Wirtschaftswissenschaften sehr umstritten. Eine allgemein anerkannte Höhe hat sich bislang nicht herausgebildet; eine empirisch genaue Festlegung ist nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich (vgl. bereits Senat, Beschluss v. 4.07.2012 - I-26 W 8/10 (AktE), AG 2012, 797, 800 Rn. 52; ebenso BGH, Kartellsenat, Beschlüsse v. 27.04.2022 - EnVR 48/18 Rn. 14, juris; v. 3.03.2020 - EnVR 26/18, RdE 2020, 319 ff. Rn. 33 ff. „Eigenkapitalzinssatz III“; v. 9.07.2019 - EnVR 52/18, RdE 2019, 456 Rn. 37 „Eigenkapitalzinssatz II“; v. 27.01.2015 - EnVR 37/13, ZNER 2015, 133 ff. Rn. 29 ff. „ONTRAS Gastransport GmbH“). Es ist nicht Aufgabe des Spruchverfahrens, einen Beitrag zur Klärung derartiger Fragen zu leisten (so auch OLG Stuttgart, Beschluss v. 5.11.2013 – 20 W 4/12, BeckRS 2013, 21134, beck-online). Der Hinweis der Antragsteller auf ein Gutachten Prof. Großfelds vor dem Landgericht Hannover in anderen Spruchverfahren vermag daran nichts zu ändern. Dass sich die auf die dortigen Spruchverfahren bezogenen Feststellungen auf das vorliegende übertragen ließen, ist nicht dargelegt. Solange die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion andauert, kann die Marktrisikoprämie stets nur eine mit Zweifeln behaftete Schätzung sein (vgl. nur BGH, Beschluss v. 29.09.2015 – II ZB 23/14 aaO Rn. 49; Senat,

Beschluss v. 28.11.2022 – I-26 W 4/21 (AktE), BeckRS 2022, 38808 Rn. 156; OLG Frankfurt, Beschluss v. 13.09.2021 - 21 W 38/15, AG 2022, 83 ff. Rn. 123; zum tatrichterlichen Schätzermessen OLG München, Beschluss v. 7.01.2022 - 31 Wx 399/18, AG 2022, 669 ff. Rn. 60 m.w.N.).

Die Schätzung der Marktrisikoprämie mit 5,5 % nach Steuern wird auch nicht dadurch in Frage gestellt, dass in anderen Bewertungsfällen vereinzelt Marktrisikoprämien am *unteren* oder *oberen* Rand der später vom AKU empfohlenen Bandbreite angesetzt und von den mit Spruchverfahren befassten Gerichten zugrunde gelegt worden sind (vgl. BGH, Beschluss v. 29.09.2015 – II ZB 23/14, aaO: 5 % nach Steuern, Stichtag Februar 2003; Senat, Beschlüsse v. 16.04.2017 - I-26 W 17/13 (AktE), AG 2016, 864 ff.: 4 % *vor* Steuern (Stichtag 27.08.2002); v. 20.03.2013 - I-26 W 6/09 (AktE), juris: 5 % *vor* Steuern (Stichtag Mai 2002)).

Vereinzelt angeführte Senatsentscheidungen, in denen der Ansatz der Marktrisikoprämie im Beschwerdeverfahren allein von den Antragstellern (als *zu hoch)* angegriffen wurde (vgl. etwa Senat, Beschlüsse v. 13.07.2020 - I-26 W 2/19 (AktE), juris Rn. 40, 53: 4,5 % nach Steuern, (gleichwohl) deutlich geringerer Ertrags- als Börsenwert; v. 6.09.2018 - I-26 W 1/18 (AktE), AG 2019, 309 ff. Rn. 48: 4,5 % nach Steuern, „keinesfalls als zu hoch“ anzusehen) oder für die Entscheidung unerheblich war, sind hier nicht einschlägig und rechtfertigen daher keine abweichende Bewertung.

Im Rahmen der danach gebotenen Schätzung besteht auch kein Anlass, die Marktrisikoprämie unter Heranziehung einer globalen Marktrisikoprämie neu zu bestimmen (ebenso bereits Senat, Beschluss v. 27.06.2022 – I-26 W 13/18 (AktE), AG 2023, 129 ff. Rn. 97). Der diesbezügliche Einwand der Antragstellerin zu 10), es sei inkonsistent, bei der Ermittlung des Betafaktors eine Regression gegen lokale ausländische Indizes bzw. den MSCI vorzunehmen und dann eine lokale und nicht eine globale Marktrisikoprämie in Ansatz zu bringen, bleibt ohne Erfolg. Ausgangspunkt des CAPM ist die Ermittlung einer Marktrendite. Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der Rendite einer risikolosen Anlage und der Rendite des Marktportfolios, das theoretisch alle risikobehafteten Anlagen enthält. Berücksichtigt wird das Anlageverhalten des Investors, so dass auf das „übliche Investitionsuniversum“ zurückgegriffen wird. Nach den Feststellungen des im Beschwerdeverfahren beauftragten Sachverständigen (vgl. Gutachten v. 29.11.2021 Rn. 97) bevorzugten Anleger seinerzeit die heimischen Märkte („home bias“). Von daher ist es plausibel, bei der Marktrisikoprämie nicht auf eine globale,

sondern eine lokale Betrachtung abzustellen (s.a. Großfeld/Egger/Tönnes aaO Rn. 719 ff.; Dörschell/Franken/Schulte Kap. 3.4.3.2, S. 95 f.; IDW S 1 2008 Tz. 31 zu der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person).

Der Einwand einzelner Antragsteller, die Rüge der Antragsgegnerin zu 2) sei verspätet und führe zu einer unzulässigen Verfahrensverzögerung, geht fehl. Eine mit der im Beschwerdeverfahren nachgeholten Alternativberechnung verbundene Verfahrensverzögerung liegt nicht vor. Zur Ermittlung des Betafaktors war im Beschwerdeverfahren ergänzend Beweis zu erheben durch Einholung eines - auf die dagegen vorgetragenen Einwendungen der Verfahrensbeteiligten nochmals schriftlich ergänzten - Gutachtens. Danach war eine Alternativberechnung schon mit Blick auf den im Beschwerdeverfahren mit 0,7 ermittelten Betafaktor ohnehin vorzunehmen. Diese hat - den Vorgaben des Senats entsprechend - sowohl unter Zugrundelegung der von . verwendeten Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern als auch unter Zugrundelegung der vom IDW empfohlenen Marktrisikoprämie in einer Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 % nach Steuern - ohne zeitliche Verzögerung durchgeführt. Ungeachtet dessen hatte die Antragsgegnerin zu 2) aber auch schon erstinstanzlich u.a. mit Schriftsätzen vom 26.08.2009 (S. 28 ff.), 21.05.2010 (S. 4 f.) und 9.12.2015 (S. 23 ff.) darauf hingewiesen, dass die in der Neubewertung des Sachverständigen angenommene Marktrisikoprämie zu niedrig war, ohne dass das Landgericht dem nachgegangen wäre. Eine etwaige mit der im Beschwerdeverfahren nachgeholten Alternativberechnung verbundene Verfahrensverzögerung kann ihr auch deshalb nicht angelastet werden.

Nach alledem ist der von und dem Landgericht gewählte Ansatz der Marktrisikoprämie mit 4,5 % nach Steuern deutlich zu niedrig und auf die diesbezügliche Rüge der Antragsgegnerin zu 2) auf 5,5 % nach Steuern zu korrigieren.

2.6 Zu Recht rügt die Antragsgegnerin zu 2) auch, dass das Landgericht, dem Sachverständigen W. folgend, den Betafaktor mit 0,6 zu gering angesetzt hat.

Der Senat schätzt diesen – den Feststellungen des Sachverständigen L. folgend – auf 0,7. Der Einwand der Antragsteller, es sei ein noch geringerer Wert anzusetzen, bleibt ohne Erfolg.

Der Betafaktor dient dazu, das künftige, den finanziellen Überschüssen des Bewertungsobjekts inhärente systematische Risiko abzubilden, indem er die Schwankungsbreite (Volatilität) des Kurses einer Aktie oder Branche im Verhältnis zum Gesamtmarkt beschreibt. In der Praxis werden Betafaktoren ganz überwiegend

aus Vergangenheitsdaten berechnet und unterstellt, dass diese ein vernünftiger Schätzer für das nachhaltig zu erwartende Beta sind. Je nachdem, ob ein börsen- oder nicht-börsennotiertes Unternehmen zu bewerten ist, kann der Betafaktor anhand der historischen Börsenkursentwicklung der zu bewertenden Aktie selbst bzw. - soweit es sich um ein nicht-börsennotiertes Unternehmen handelt oder die Börsenkurse nicht aussagekräftig sind - anhand einer Peer Group oder auch auf der Grundlage allgemeiner Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko im Vergleich zum Marktportfolio geschätzt werden (st. Rspr., vgl. nur Senat, Beschluss v. 28.11.2022 – I-26 W 4/21, BeckRS 2022, 38808 Rn. 160 m.w.N.).

2.6.1 Nach Maßgabe dessen haben sämtliche sachverständigen Bewerter den Betafaktor vorliegend zu Recht anhand des Betafaktors einer Peer Group anstelle des unternehmenseigenen Betafaktors der SL AG abgeleitet, weil deren eigener historischer Betafaktor für die Ermittlung des zukünftigen systematischen Risikos ungeeignet war (vgl. Übertragungsbericht S. 62; Prüfbericht S. 13; Gutachten S. 102 ff., Ergänzungsgutachten v. 31.08.2011 S. 88, Ergänzungsgutachten v. 19.04.2017 S. 63; Gutachten Rn. 72, 110 ff., 135, erg. Stellungnahme Rn. 35 f., 42, 46 ff.). Die dagegen gerichteten Einwendungen der Antragsteller gehen fehl.

2.6.1.1 Die regelmäßig zur Ermittlung des Betafaktors verwendeten vergangenheitsbezogenen (historischen) Kapitalmarktdaten dienen dazu, eine verlässliche Schätzgrundlage für das langfristige unternehmensspezifische Risiko und damit einen Zukunftswert zu gewinnen (MüKoAktG/van Rossum aaO, § 305 Rn. 165). Der - grundsätzlich vorzugswürdige - unternehmenseigene Betafaktor ist jedoch dann nicht geeignet, als Schätzgrundlage zu dienen, wenn infolge der grundlegenden Änderung der Risikostruktur ein verlässlicher Rückschluss von den historischen Kapitalmarktdaten auf die Zukunft nicht möglich ist (vgl. MüKoAktG/van Rossum aaO, § 305 Rn. 170).

Vor diesem Hintergrund hat bereits die Bewertungsgutachterin festgestellt, dass der unternehmenseigene Betafaktor der SL AG für die Ermittlung des zukünftigen unternehmensspezifischen Risikos ausscheidet. Ihren Feststellungen zufolge führte die mit Wirkung zum 1.07.2002 erfolgte Veräußerung der Geschäftsbereiche PET-Verpackungen und „White Cap“-Verschlüsse sowie die Veräußerung der Beteiligung an der Pacific Can Enterprises zu einer grundlegenden Änderung der Geschäfts- und Risikostruktur des Unternehmens, das sich daher nicht mehr mit demjenigen der Vergangenheit vergleichen lässt (vgl. Übertragungsbericht S. 62). Übereinstimmend damit hat ausgeführt, der in der Vergangenheit betrachtete Betafaktor einer „um

mehr als die Hälfte ihres bisherigen Geschäfts entkleideten“ Gesellschaft könne deren künftiges Risiko nicht angemessen abbilden (Ergänzungsgutachten vom 31.08.2011 S. 90 und v. 19.04.2017 S. 63).

2.6.1.2 Voraussetzung eines aussagekräftigen eigenen Betafaktors ist überdies, dass sich die Aktienrenditen sachlich und zeitlich unverzerrt an die Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen können. Messgrößen dafür sind neben der absoluten Anzahl gehandelter Aktien der Wert der gehandelten Aktien (Handelsumsatz) und das Verhältnis der handelbaren Aktien zur gesamten Aktienanzahl (Free Float bzw. Streubesitz) (Dörschell/Franken/Schulte, aaO S. 167).

Auch danach ist der eigene historische Betafaktor der SL AG hier nicht aussagekräftig. Entsprechend scheidet auch eine unmittelbare Bestimmung des Anteilswerts allein anhand des Börsenwertes - wie von der Antragsgegnerin zu 2) gefordert - aus.

Nach der im Übertragungsbericht (S. 68) dargestellten Kursentwicklung blieb der Aktienkurs der SL AG-Aktie mindestens seit Juni 2001 bis etwa Ende Februar 2002 abgesehen von geringen Schwankungen nahezu konstant, das gehandelte Stückvolumen war gering und zeigte nur an einzelnen Handelstagen Ausschläge. W. hat hierzu ergänzt, dass der Kurs der SL-Aktie - ausgehend von 6,75 € zum 1.01.2001 - bis zu Hinweisen auf einen bevorstehenden Ausschluss der Minderheitsaktionäre im Frühjahr 2002 und deren Bestätigung in der Bekanntgabe vom 31.05.2002 - praktisch keine Veränderungen zeigte (Ergänzungsgutachten v. 31.08.2011 S. 89 f.). Die historischen Raw Betafaktoren der SL AG für den Zeitraum von zwei Jahren vom 30.08.2000 bis 29.08.2002 und von einem Jahr für den Zeitraum vom 30.08.2001 bis 29.08.2002 (wöchentlich, CDAX/DAX) waren zudem - mit Werten zwischen -0,177 (zwei Jahre/wöchentlich/DAX) und -0,353 (ein Jahr/wöchentlich/CDAX) - negativ. Die Bestimmtheitsmaße schwankten zwischen 0,012 und 0,044 (Gutachten . S. 103). In Anbetracht dessen ist nachvollziehbar zu der Feststellung gelangt, dass nahezu kein linearer Zusammenhang zwischen der Rendite der Aktie der SL AG und der Rendite der Referenzindizes bestand. Weiterhin hat er anhand des sog. t-Tests - im Ergebnis übereinstimmend mit der sachverständigen Prüferin - festgestellt, dass die beobachteten Betafaktoren der SL AG statistisch nicht signifikant waren (vgl. Prüfbericht S. 13; Gutachten v. 27.03.2009 aaO, erg. Stellungnahme v. 31.08.2011 S. 87, Prot. S. 12).

Wie der im Beschwerdeverfahren beauftragte Sachverständige überzeugend festgestellt hat, lag sowohl im Zeitraum von fünf als auch von zwei Jahren vor dem

Bewertungsstichtag keine hinreichende Liquidität vor. Durchgreifende Bedenken gegen den von herangezogenen Beobachtungszeitraum bestehen nicht. Um festzustellen, ob der unternehmenseigene Betafaktor zur Anwendung kommen kann, hat die Liquiditätskennzahlen der SL AG Handelsvolumen, Anzahl der Handelstage, Geld-Brief-Spannen, Streubesitz sowie etwaige Kurssprünge nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AV eingehend untersucht. Die Analyse hat er über die Zeiträume von fünf und zwei Jahren vor dem Bewertungsstichtag erstreckt und um die Betrachtung der 1-Jahres-Scheiben in den letzten fünf Jahren vor dem Bewertungsstichtag ergänzt. Auch danach war der unternehmenseigene Betafaktor zum Bewertungsstichtag infolge der mangelnden Liquidität der Aktien der Gesellschaft nicht (mehr) belastbar und konnte zu Bewertungszwecken nicht herangezogen werden (vgl. Gutachten Rn. 65 ff., 71).

Während das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen in den Zeiträumen August 1997 bis August 1998, August 1998 bis August 1999 sowie August 1999 bis August 2000 zwischen rd. 79.000 und 104.000 Stück lag, brach es in den beiden nachfolgenden Zeiträumen auf ungefähr 3.500 Stück täglich ein (vgl. Gutachten Rn. 67 f., Abb. 3+4). Den stark rückläufigen Aktienhandel hat plausibel auf die Übernahme der SL AG durch die Rechtsvorgängerin der Antragsgegnerin zu 2) zurückgeführt, die am 19.06.2000 angekündigt und am 30.08.2000 abgeschlossen wurde. Hierzu hat . erläutert, dass im Zuge der Transaktion die E.ON Gruppe die von ihr gehaltenen rd. 59,8 % der Aktien der SL AG in die AV Packaging GmbH einbrachte. Für die restlichen rd. 40,2 % der Aktien wurde ein öffentliches Übernahmeangebot abgegeben, im Rahmen dessen 37,4 % der Aktien der SL AG erworben wurden. Nach Ablauf des Übernahmeangebots hielt die E.ON Gruppe über die AV Packaging GmbH 97,2 % der Aktien der SL AG, wobei 49,57 % an die Allianz Capital Partners GmbH verkauft wurden. Zum Bewertungsstichtag 30.08.2002 befanden sich 97,64 % der Aktien in den Händen der Muttergesellschaft, so dass nur ein geringer Teil des Gesamtaktienbestandes gehandelt werden konnte (vgl. bereits Übertragungsbericht S. 29; Gutachten . v. 27.03.2009 S. 102; Gutachten Rn. 69). Das nach der Transaktion deutlich gesunkene Handelsvolumen und der geringe Streubesitz (2,36 %) führten dazu, dass die Aktien der SL AG nicht mehr an jedem Tag gehandelt wurden (Gutachten L. aaO).

Die durchschnittlichen relativen Geld-Brief-Spannen wiesen in den ersten vier Betrachtungsjahren eine kontinuierlich ansteigende Tendenz auf. Während die durchschnittlichen Geld-Brief-Spannen in den beiden ersten Jahren (31.08.1997 bis 30.08.1998 und 31.08.1998 bis 30.08.1999) unter 1,00 % lagen, erreichte der Bid-

Ask-Spread im Zeitraum August 1999 bis August 2000 den Wert von 1,38 %. In der Folgezeit erhöhte er sich auf 4,87 %. In der letzten analysierten Periode sank die durchschnittliche relative Geld-Brief-Spanne auf 2,44 %. Die Schwelle von 2,00 % wurde an 208 bzw. 116 Tagen überschritten. Wie zutreffend ausgeführt hat, existiert zwar keine allgemein anerkannte, einheitliche Grenzschwelle für die Geld-Brief-Spanne, deren Überschreitung eindeutig auf eine Illiquidität hindeutet. In der Rechtsprechung werden jedoch nicht nur Geld-Brief-Spannen von über 2,0 %, sondern auch schon von deutlich unter 2,0 % als Anzeichen mangelnder Liquidität gesehen (vgl. etwa Senat, Beschluss v. 22.03.2018 - I-26 W 20/14 (AktE), aaO Rn. 103: 1,88 %; OLG Frankfurt, Beschlüsse v. 20.11.2019 - 21 W 77/14, AG 2020, 298 ff. Rn. 78: 1,25 %; v. 26.01.2015 - 21 W 26/13, AG 2015, 504 ff. Rn. 55: 1,56 % und 1,88%; LG München I, Beschluss v. 30.05.2018 - 5 HK O 10044/16, juris Rn. 153: “maximaler Grenzwert” 1,25 %).

In Anbetracht dessen ist auch L. überzeugend zu der Feststellung gelangt, dass am Bewertungsstichtag keine aussagefähigen historischen Betafaktoren der SL AG vorlagen. Belastbare unternehmenseigene Betafaktoren waren zuletzt vor der Transaktion, d.h. vor Sommer 2000 beobachtbar. Da diese zu weit vom Bewertungsstichtag entfernt waren, konnten auch sie nicht für die Bewertungszwecke herangezogen werden (vgl. Gutachten L. Rn. 72).

Nach alledem ist für eine Ableitung allein anhand des Betafaktors der SL AG auch unter Berücksichtigung des Vorbringens der dies fordernden Antragsteller im Beschwerdeverfahren kein Raum. Auf den Einwand der Antragstellerin zu 10), der Sachverständige habe seinen Analysen einen unzutreffenden Referenzzeitraum zugrunde gelegt (Tag der Hauptversammlung statt der Ankündigung der Strukturmaßnahme), kommt es nicht entscheidend an, weil der unternehmenseigene Betafaktor - wie ausgeführt - nicht nur angesichts geringer Marktliquidität und dadurch hervorgerufenen Zufallsschwankungen der Börsenkurse, sondern auch der Veränderungen der Geschäfts- und Risikostruktur der SL AG nach Veräußerung der Geschäftsbereiche PET-Verpackungen und „White Cap“-Gläserverschlüsse nicht mit derjenigen der Vergangenheit vergleichbar war (s.a. Gutachten S. 102). Entsprechend besteht auch kein Anlass, mit Blick auf den historischen Betafaktor der SL AG (ausschließlich) den von ermittelten Betafaktor der Rexam (mit 0,5) heranzuziehen. Auch auf die diesbezügliche Berechnung des gemeinsamen Vertreters (Bl. 2356) kommt es daher nicht an.

Ebenso wenig besteht Anlass für weitere, von einzelnen Antragstellern geforderte

Berechnungen des eigenen Betas der SL AG, etwa unter Verwendung von Trade-to-Trade-Verfahren. Der im Beschwerdeverfahren beauftragte Sachverständige hat in seiner ergänzenden Stellungnahme vom 15.11.2022 (dort Rn. 37 ff., 46) ausgeführt, dass momentan kein verlässliches, empirisch gut erforschtes, sich in der Praxis der Unternehmensbewertung bewährtes und verbreitetes Korrekturverfahren zur Handhabung der mangelnden Liquidität existent ist. Renditebestimmungsverfahren und Korrekturgleichungen sind weder anerkannt noch gebräuchlich. Dagegen haben die Antragsteller einerseits nichts Substantielles vorgebracht; zum anderen gilt auch hier, dass der unternehmenseigene Betafaktor aus den o.g. verschiedenen, auch anderen Gründen ausscheiden muss. Eine Anhörung diesbezüglich ist im Wege der ergänzenden Stellungnahme erfolgt, so dass für eine weitere Stellungnahme kein Anlass besteht. Das Gericht muss Einwendungen gegen das Gutachten eines gerichtlichen Sachverständigen zwar nachgehen. Die Durchführung einer mündlichen Anhörung ist jedoch nicht zwingend, vielmehr besteht ebenso – wie hier – die Möglichkeit, den Sachverständigen zu einer schriftlichen Ergänzung seines Gutachtens zu veranlassen (so auch OLG Frankfurt, Beschluss v. 22.12.1997 – 20 W 264/95, FamRZ 1998, 1061, 1064 m.w.N.).

2.6.2 Der Senat schätzt den Betafaktor der SL AG dem Sachverständigen folgend auf 0,7.

Der im Beschwerdeverfahren beauftragte Sachverständige . hat sich, den Vorgaben des Senats entsprechend, eingehend mit der Frage befasst, ob der in dem Bewertungsgutachten der vom 5.07.2002 mit 0,9 (unverschuldet) ermittelte Betafaktor bzw. dessen Herabsetzung auf 0,6 (unverschuldet) entsprechend den gutachterlichen Feststellungen der bzw. des Sachverständigen sachgerecht ist. Dabei ist er überzeugend zu der Feststellung gelangt, dass der von . (mit 0,6) ermittelte Betafaktor zu gering und stattdessen ein solcher von 0,7 anzusetzen ist. Insbesondere hat er - anders als - auch die in der Hauptversammlung der SL AG vom 30.08.2002 erteilten Auskünfte zur Zusammensetzung der Peer Group (vgl. Anlage 1 zum Schriftsatz des Antragstellers zu 18) v. 3.04.2016, Bl. 1344, 1351 ff. GA) sowie die Ermittlung des Peer Group-Betafaktors im Rahmen der Multiplikatorbewertung zur Findung des Kaufpreises des am 29./30.08.2002 geschlossenen „Share Sale and Transfer Agreement“ (vgl. Bl. 1446 f. GA) berücksichtigt und die dort jeweils in Betracht gezogenen Vergleichsunternehmen im Einzelnen analysiert. Weiter hat er, um einen sachgerechten Erhebungszeitraum und eine angemessene Periodizität der

Renditemessung zur Betaableitung zu bestimmen, eingehend die Entwicklung der Aluminium- und Blechpreise untersucht, die das operative Risiko der Getränkedosenhersteller maßgeblich beeinflussen.

Bedenken gegen die von herangezogenen Vergleichsunternehmen - Rexam, Amcor und Nampak - bestehen nicht. Weder liegen Anhaltspunkte vor, die für eine Vorzugswürdigkeit der von der Bewertungsgutachterin und/oder der sachverständigen Prüferin und die von . ausgewählten Vergleichsunternehmen sprechen könnten, noch ist ersichtlich, dass die Aufnahme weiterer Vergleichsunternehmen in die von gebildete Peer Group geboten gewesen wäre.

hat im Rahmen der Peer Group-Zusammenstellung sowohl die von der Bewertungsgutachterin, der sachverständigen Prüferin und dem Sachverständigen W. ausgewählten Vergleichsunternehmen als auch die auf Basis eigener Recherchen identifizierten Unternehmen analysiert. Auch hat er sich – den diesbezüglichen Vorgaben des Senats entsprechend – eingehend mit den von der Deutschen Bank betrachteten sieben Vergleichsunternehmen des Bereiches „Metal Multiples“ und 14 Vergleichsunternehmen des Bereiches „Specialty Multiples“ auseinandergesetzt, die sie im Rahmen ihrer Multiplikatorbetrachtung im Rahmen des am 29.08.2002/30.08.2002 geschlossenen „Share Sale and Transfer Agreement“ herangezogen hatte.

Sowohl die Vorgehensweise bei der Auswahl als auch die von angelegten Auswahlkriterien (vgl. Gutachten Rn. 76) sind sachgerecht. Durch die Einwände der Antragsteller werden sie nicht in Zweifel gezogen.

hat 46 Unternehmen der Industrieklassifikation „Containers and Packaging (Primary)“ (Stichwortsuche in der Geschäftsbeschreibung „Can“, „Aluminum“, „Beverage”) und 29 Unternehmen der Industrieklassifikation „Metal Packaging" (Stichwortsuche in der Geschäftsbeschreibung „Beverage") als potenzielle Vergleichsunternehmen identifiziert. Diese hat er auf Einzelunternehmensbasis anhand der letzten vor dem Bewertungsstichtag verfügbaren Geschäftsberichte detailliert analysiert. U.a. wurde untersucht, inwieweit die potenziellen Vergleichsunternehmen im Hinblick auf ihre wesentlichen Merkmale, z.B. genaue Tätigkeitsfelder und Gewinnmargen, und somit im Hinblick auf ihr operatives Risiko mit der SL AG vergleichbar sind. Zudem wurde die Aussagekraft der Aktienkurse der potenziellen Vergleichsunternehmen anhand der auch im Rahmen des unternehmenseigenen Betafaktors der SL AG herangezogenen Liquiditätskennzahlen analysiert.

hat überzeugend angenommen, dass die konkreten Abweichungen der EBITDA- und EBIT-Margen der letztlich identifizierten Vergleichsunternehmen von denen der SL AG (im Durchschnitt um 0,77 % und 2,35 %) keine fehlende Vergleichbarkeit begründen. Die Gewinnmargenanalyse sowie die Liquiditätsanalyse für die - letztlich ausgewählten - Vergleichsunternehmen Rexam, Amcor und Nampak sind im Gutachten des Sachverständigen (dort Rn. 78) detailliert dargestellt.

Die Zusammensetzung der von ihm gebildeten Peer Group - einschließlich der Unterschiede gegenüber der der Bewertungsgutachterin, der sachverständigen Prüferin und/oder des Sachverständigen - hat überzeugend begründet.

Die Einwände einzelner Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters gegen die Heranziehung der Nampak als Vergleichsunternehmen gehen fehl. Die von ausgewählten Vergleichsunternehmen sind im Gutachten (dort Rn. 77) detailliert dargestellt. Danach ist Nampak einer der größten Verpackungshersteller in Afrika. Die Gesellschaft erzielte in 2001 Umsätze i.H.v. rd. ZAR 10,5 Mrd. und exportiert Verpackungen aus ihren Produktionsstätten in 56 Länder auf der ganzen Welt. Das Segment Bevcan bietet Getränkedosen aus Weißblech und Aluminiumdeckel für Bier, kohlensäurehaltige Erfrischungsgetränke und alkoholische Getränke an. Der Geschäftsbereich Bevcap produziert Aluminiumverschlüsse für Wein und Spirituosen (Gutachten aaO). Das Unternehmen war überdies Bestandteil der von der Deutschen Bank für deren Multiplikatorbetrachtung gebildeten Peer Group. hat sie daher nachvollziehbar als Vergleichsunternehmen betrachtet. Dies wird durch den Hinweis auf den auszugsweise zitierten Geschäftsbericht 2002 (Bl. 2299) nicht in Zweifel gezogen. Entgegen der Einschätzung des gemeinsamen Vertreters folgt daraus nicht, dass es sich bei der Nampak um „ein vom Sortiment und dem hauptsächlichen örtlichen Aktivitätsbereich her“ mit der SL AG und Rexam und Amcor „völlig verschiedenes“ Unternehmen handeln würde. Auf die von dem gemeinsamen Vertreter angestellten Berechnungen eines Peer Group-Betafaktors ohne Heranziehung von Nampak kommt es daher nicht an.

Dass die Peer Group ausschließlich aus ausländischen Unternehmen gebildet hat, ist nicht zu beanstanden. Die Möglichkeit der Heranziehung einer europäischen/internationalen Peer Group ist - wovon zutreffend ausgegangen ist - in der Bewertungspraxis gebräuchlich und wird von der obergerichtlichen Rechtsprechung allgemein anerkannt (st. Rspr., vgl. nur Senat, Beschlüsse v. 28.11.2022 – I-26 W 4/21, BeckRS 2022, 38808 Rn. 165; v. 20.06.2022 – I-26 W 3/20, BeckRS 2022, 26250 Rn. 97 m.w.N.; v. 13.09.2021 - I-26 W 1/19 (AktE), juris

Rn. 75; v. 24.09.2020 – I-26 W 5/16 (AktE) Rn. 85 aaO, jeweils m.w.N.). Die Heranziehung ausländischer Vergleichsunternehmen ist auch sachgerecht, weil - wie ausgeführt hat - zum einen keine vergleichbaren deutschen Unternehmen identifiziert werden konnten. Zum anderen war die SL AG nicht ausschließlich auf dem deutschen Markt, sondern auch im Ausland tätig (Gutachten Rn. 79).

Ebenfalls ohne Erfolg bleiben die vereinzelt angeführten Bedenken gegen die Heranziehung von Amcor als Vergleichsunternehmen. Nach den überzeugenden Feststellungen des Sachverständigen handelt es sich ebenfalls um ein der SL AG vergleichbares Unternehmen. Die im Juni 2002 bei der Amcor durchgeführte Strukturmaßnahme – die Veräußerung der Beteiligung an der Kimberley-Clark Australia und der Erwerb des Geschäftsbereichs PET der SL AG - rechtfertigt keine abweichende Bewertung. Die erst kurz vor der hier in Rede stehenden Strukturmaßnahme erfolgte Strukturänderung hatte, wie überzeugend festgestellt hat, keinen signifikanten Einfluss auf den Betafaktor der Gesellschaft, der in dem von herangezogenen Erhebungszeitraum von fünf Jahren mit monatlicher Renditeberechnung einen stabilen Verlauf aufwies (vgl. Gutachten Rn. 86 Abb. 11, Ergänzungsgutachten Rn. 67).

Die Ball Corporation hat - im Unterschied zu der Bewertungsgutachterin, der sachverständigen Prüferin und dem Sachverständigen . – zu Recht nicht in die Peer Group aufgenommen, weil ihre Aktien nur eingeschränkt liquide waren. So wies sie im 5-Jahres-Betrachtungszeitraum eine durchschnittliche relative Geld-Brief-Spanne von 1,28 % auf, die im 2-Jahres-Betrachtungszeitraum auf 1,95 % stieg. Die durchschnittliche relative Geld-Brief-Spanne überschritt im zweijährigen Betrachtungszeitraum vor dem Bewertungsstichtag den Wert von 2,00 % an fast 40 % der Handelstage (Gutachten Rn. 80, 131). Dies wird durch den Einwand einzelner Antragsteller, dass die Ball Corporation einer der weltweit führenden Hersteller von Aluminiumdosen war und ist, nicht in Zweifel gezogen. Anhaltspunkte für eine Streichung der Ball Corporation „zugunsten der Nampak“, wie von einzelnen Antragstellern vermutet (vgl. Bl. 2328), liegen nicht vor. Wie die Antragsteller nicht in Abrede stellen, wies die Nampak in beiden Betrachtungszeiträumen eine (deutlich) geringere relative Geld-Brief-Spanne auf (Durchschnitt 1,14 % (5 Jahre) bzw. 0,86 % (2 Jahre); Median 0,82 % bzw. 0,71 %, vgl. Gutachten Rn. 78 Abb. 8).

Die Crown Holdings Inc. (früher Crown Cork and Seal Company) wies im 5-Jahres-Betrachtungszeitraum eine durchschnittliche relative Geld-Brief-Spanne von 10,17 % (!) auf, die sich im 2-Jahres-Betrachtungszeitraum auf 22,68 % (!)

verschlechterte (Gutachten Rn. 80, 133). Auch bei ihr überschritt die durchschnittliche relative Geld-Brief-Spanne im zweijährigen Zeitraum vor dem Bewertungsstichtag den Wert von 2,0 % an fast 40 % der Handelstage (Gutachten aaO). Auch sie ist daher von zu Recht nicht bei der Zusammenstellung der Peer Group berücksichtigt worden.

Dass L. die – auf die Nachfrage des Antragstellers zu 18) in der beschlussfassenden Hauptversammlung vom 30.08.2002 (Bl. 1344, 1351 ff. GA) u.a. als Vergleichsunternehmen genannte - Owens-Illinois Inc. nicht in die Peer Group aufgenommen hat, hat er überzeugend damit begründet, dass das Unternehmen zum Bewertungszeitpunkt ausschließlich in den Segmenten Glasbehälter und Plastikverpackungen tätig war und damit zu einem anderen Segment der Verpackungsbranche gehörte als die SL AG, die Getränkedosen aus Aluminium und Blech produzierte (Gutachten aaO).

Die ebenfalls in der beschlussfassenden Hauptversammlung als Vergleichsunternehmen genannte Pechiney SA hat nicht in die Peer Group einbezogen, weil sie ausschließlich in den Kernbereichen der Herstellung von Primäraluminium und Aluminiumprodukten sowie der Produktion von Verpackungsmaterialien tätig ist und bereits seit 1999 keine eigene Produktion von Getränkedosen aus Aluminium mehr betrieb (Gutachten aaO). Aus diesem Hintergrund ist es sachgerecht, dass sie als Vergleichsunternehmen ausgeschlossen hat.

Auch die Abweichungen zu der aus insgesamt sieben Vergleichsunternehmen des Bereiches „Metal Multiples“ und 14 Vergleichsunternehmen des Bereiches „Specialty Multiples“ gebildeten Peer Group der Deutschen Bank im Rahmen ihrer Multiplikatorbewertung zur Findung des Kaufpreises des am 29./30.08.2002 geschlossenen „Share Sale and Transfer Agreement“ hat überzeugend erläutert (vgl. Gutachten Rn. 131 ff.).

Wie bereits ausgeführt, konnten die – ihrem Geschäftsfeld nach grundsätzlich vergleichbaren - Unternehmen Ball und Crown nicht herangezogen werden, weil ihre Aktien nur eine eingeschränkte Liquidität aufwiesen.

Owens-Illinois produzierte Glasbehälter und Plastikverpackungen und gehörte somit zu einem anderen Segment der Verpackungsbranche als die SL AG.

Nichts anderes gilt im Ergebnis für die BWAY Corporation, die zum Bewertungszeitpunkt keine Getränkedosen vertrieb, und die Silgan Holdings Inc., die auf die Herstellung von Verpackungen aus Stahl und Aluminium für Lebensmittel

sowie Kunststoffverpackungen für unterschiedliche Branchen spezialisiert war.

Zu den weiteren - insgesamt zwölf - Unternehmen aus dem Bereich „Specialty Multiples“ hat überzeugend festgestellt, dass diese zum Bewertungsstichtag zu anderen Segmenten der Verpackungsindustrie gehörten oder sie sogar in anderen Branchen tätig waren (vgl. Gutachten L. S. 49, Abb. 21). hat sie daher zu Recht als kaum mit dem Geschäftsfeld der SL AG vergleichbar eingestuft. Nach alledem bestehen keine Bedenken dagegen, dass - mit Rexam, Amcor und Nampak – (lediglich) drei der von der Deutschen Bank identifizierten Vergleichsunternehmen zur Ableitung des Betafaktors herangezogen hat.

Bedenken gegen das von herangezogene Renditeintervall, die Länge des Erhebungszeitraums und den von ihm herangezogenen Referenzindex bestehen nicht. Auch insoweit hat seine Vorgehensweise überzeugend begründet (vgl. Gutachten . Rn. 81 ff., Ergänzungsgutachten Rn. 56 ff.). Anhaltspunkte, die für die Vorzugswürdigkeit der von der Bewertungsgutachterin, der sachverständigen Prüferin und/oder der durch den Sachverständigen gewählten Vorgehensweise sprechen könnten, liegen nicht vor. Auch besteht kein Anlass für weitere diesbezügliche Untersuchungen und Berechnungen.

ist zutreffend davon ausgegangen, dass der Betafaktor als prognostischer Wert nicht in eindeutiger Weise ermittelt werden kann. In Anbetracht dessen hat er Analysen unter Zugrundelegung unterschiedlicher Zeiträume und Referenzindizes durchgeführt und die Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen sowohl auf Basis des globalen MSCI ACWI-Indexes als auch auf Basis der jeweiligen lokalen Indizes über einen Zeitraum von fünf und zwei Jahren erhoben (Gutachten Rn. 85). Unter Heranziehung des globalen MSCI ACWI-Indexes ergaben sich - bezogen auf den Erhebungszeitraum von fünf Jahren mit monatlicher Renditeberechnung - Betafaktoren (levered) zwischen 0,52 und 1,02 (Durchschnitt: 0,8), auf Basis der jeweiligen lokalen Indizes zwischen 0,77 und 0,98 (Durchschnitt: 0,9; vgl. Gutachten Rn. 86 Abb. 10).

Nachvollziehbar hat festgestellt, dass die Betafaktoren, die anhand eines Fünfjahreszeitraums mit monatlichen Renditen ermittelt wurden, die Betafaktoren, die anhand eines Zweijahreszeitraums mit wöchentlichen Renditen abgeleitet wurden, deutlich übersteigen und die Betafaktoren anhand der fünfjährigen Erhebungszeiträume mit monatlicher Renditemessung stabil verlaufen (vgl. Gutachten Rn. 86). Dies hat er – bezogen auf die SL AG sowie die Unternehmen der Peer Group, die Getränkedosen aus Aluminium und Weißblech produzieren –

überzeugend damit begründet, dass die Entwicklung der Preise für Aluminium und Weißblech Einfluss auf das operative Risiko dieser Unternehmen hat mit der Folge, dass sich im Verlauf der Betafaktoren die Zyklizität der Rohstoffpreise von Aluminium und Weißblech widerspiegelt.

Um den Einfluss der Preise für Aluminium und Weißblech auf das operative Risiko der Peer Group-Unternehmen zu untersuchen, eventuelle Zyklen aufzudecken, deren Länge und somit den für die Ermittlung der Betafaktoren relevanten Erhebungszeitraum zu bestimmen, hat eingehende Analysen durchgeführt (vgl. Gutachten Rn. 88 Abb. 13+14). Danach unterliegen die Aluminium- und Blechpreise zyklischen Schwankungen. Im Zeitraum vom August 1997 bis Oktober 2021 dauerten die Zyklen bei den Aluminiumpreisen zwischen ca. vier und sechs Jahren, wobei es auch einen kürzeren Zyklus von etwa zwei Jahren gab. Die Dauer der Zyklen bei den Blechpreisen lag zwischen drei und viereinhalb Jahren, wie durch wissenschaftliche Untersuchungen zur Zyklizität der Metallpreise bestätigt wird (vgl. Gutachten L. Rn. 90). In einem zweiten Schritt hat eingehend die Entwicklung der Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen der Entwicklung der Aluminium- und Blechpreise gegenübergestellt und die Korrelation zwischen diesen Größen berechnet. Auf dieser Grundlage hat er überzeugend festgestellt, dass für die Ermittlung des Betafaktors ein Erhebungszeitraum auszuwählen ist, der den vollständigen Zyklus der Entwicklung der Aluminium- und Blechpreise erfasst, um zyklische Preisschwankungen zu mildern, weshalb ein Erhebungszeitraum von fünf Jahren mit monatlicher Renditeberechnung (60 Datenpunkte) sachgerecht ist (vgl. Gutachten Rn. 96, 130). Wie zutreffend festgestellt hat, ist die monatliche Berechnung der Renditen in der Bewertungspraxis gebräuchlich und in der Wissenschaft anerkannt (vgl. den Überblick bei Großfeld/Egger/Tönnes, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl. 2020, Rn. 790). Die Grundlagen der Schätzung müssen im Spruchverfahren zwar methodensauber, aber mit verfahrensökonomisch vertretbarem Aufwand geschaffen werden (BGH, Beschluss v. 29.09.2015 – II ZB 23/14, aaO Rn. 42). In Anbetracht dessen hat er zu Recht keinen Anlass für weitere diesbezügliche Untersuchungen gesehen.

Die von ihm getroffene Entscheidung für die Anwendung des lokalen CAPM auf Basis der jeweiligen lokalen Indizes (Rexam: FTSE All Share Index (GBP), Amcor: S&P/ASX All Ordinaries Index und Nampak: MSCI South Africa Index) hat überzeugend damit begründet, dass zwar für die Verwendung eines weltweiten Indexes zum einen die theoretische Anforderung des CAPM spricht, den breitestmöglichen Index zu nutzen, und zum anderen die fortschreitende

Globalisierung sowie stärkere Vernetzung der internationalen Finanzbeziehungen. Für die Verwendung lokaler Indizes, die den Antragstellern überdies günstiger als die Verwendung von Betafaktoren auf Basis des globalen Index MSCI ACWI ist, spricht hingegen die als „Home Bias“ bezeichnete Neigung der Anleger, vorwiegend in nationale Wertpapiere zu investieren (vgl. Gutachten S. 1, Rn. 84, Ergänzungsgutachten Rn. 76). Vor dem Hintergrund, dass der Home Bias-Index für Deutschland im Jahr 2002 noch über 70 % betrug, hat sich nachvollziehbar für die Anwendung des lokalen CAPM auf Basis der jeweiligen lokalen Indizes entschieden (Gutachten . aaO). Danach besteht kein Anlass, die Betafaktoren – wie von einzelnen Antragstellern gefordert – unter Verwendung des CDAX neu zu berechnen. Wie zudem überzeugend festgestellt hat, spiegelt sich in dem Verlauf der Betafaktoren der Vergleichsunternehmen die Zyklizität der Rohstoffpreise von Aluminium und Weißblech wider (vgl. Gutachten Rn. 86). Nach alledem wird die Wahl des Referenzindexes durch den Einwand der Antragstellerin zu 8), dass Aluminium- und Blechpreise “Weltmarktpreise sind etc”, nicht in Zweifel gezogen.

Die unverschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen auf Basis der jeweiligen lokalen Indizes lagen zwischen 0,50 und 0,88, wodurch sich gerundet ein unverschuldeter Betafaktor von 0,7 ergibt (vgl. Gutachten Rn. 101 f.).

Anhaltspunkte dafür, dass der Ansatz mit 0,7 - wie die Antragsgegnerin zu 2) geltend macht - zu gering sein könnte, bestehen nicht. Ihr Einwand, der Sachverständige habe die Einführung des Dosenpfandes nicht hinreichend berücksichtigt, bleibt ohne Erfolg. Den Feststellungen des Sachverständigen zufolge sind Zuschläge nach gutachterlichem Ermessen mit dem CAPM nicht vereinbar. Auch ist es kaum möglich, das Risiko aus der Einführung des Dosenpfandes verlässlich zu quantifizieren, um es sachgerecht in den Kapitalkosten abzubilden. Zudem ist nicht ersichtlich, warum das Risiko aus der Einführung des Dosenpfandes das systematische Risiko darstellen und dementsprechend im Betafaktor berücksichtigt werden soll. Die Ausführungen der Antragsgegnerin zum starken Rückgang der Umsätze und der Ergebnisse nach der Einführung des Dosenpfandes sind nicht geeignet, den von ermittelten Betafaktor in Frage zu stellen, weil der Unternehmenswert nach dem Stichtagsprinzip bezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln ist.

Nach alledem kommt ein höherer Ansatz des Betafaktors nicht in Betracht.

<u>2.7</u> Bedenken gegen den Ansatz des Wachstumsabschlags, den das Landgericht – in Übereinstimmung mit der Bewertungsgutachterin, der sachverständigen Prüferin

und dem sachverständigen – mit 1 % angesetzt hat, bestehen nicht.

Dieser bewegt sich im Rahmen der üblichen Spanne. Der Wachstumsabschlag hängt vom Einzelfall ab, wobei Wachstumsabschläge zwischen 0,5 % und 2 % als üblich angesehen werden (MüKoAktG/van Rossum aaO, § 305 Rn. 176). Entscheidend ist, ob und in welcher Weise das konkrete Unternehmen aufgrund der Unternehmensplanung und der Erwartungen an die Marktentwicklung und die Inflation in der Lage sein wird, nachhaltige Wachstumserwartungen zu erfüllen; die Geldentwertungsrate kann dabei nur ein erster Anhaltspunkt sein (vgl. nur Senat, Beschluss v. 25.02.2020 - I-26 W 7/18 (AktE), aaO Rn. 78 m.w.N.). Auf die von einzelnen Antragstellern angeführten Untersuchungen und Erhebungen zum generellen Gewinnwachstum von Unternehmen in der Vergangenheit und zur Inflationsrate kommt es danach nicht entscheidend an.

3. Ein Verstoß gegen den Amtsermittlungsgrundsatz liegt nicht vor. In seinem Ergänzungsgutachten vom 19.04.2017 hat die Art und Weise der Auftragsdurchführung dargestellt (Ergänzungsgutachten W. v. 19.04.2017 S. 3 ff.) und die für die Gutachtenergänzung wesentlichen Unterlagen – entsprechend der auch sonst üblichen Vorgehensweise – im Einzelnen aufgeführt (Ergänzungsgutachten W. v. 19.04.2017 S. 6 bis 8). Anhaltspunkte dafür, dass dem Sachverständigen darüber hinaus bewertungsrelevante Informationen „direkt von den Verfahrensbevollmächtigten der Antragsgegnerin zugespielt“ worden wären, liegen nicht vor.

4. Nach alledem ist der Unternehmenswert entsprechend der Alternativberechnung des Sachverständigen auf 1.856,3 Mio. € zu schätzen, so dass die angemessene Barabfindung 19,04 € je Stückaktie beträgt (vgl. Gutachten S. 2, Rn. 108). Diese liegt deutlich über der im Übertragungsbeschluss mit 17,78 € je Aktie festgelegten Barabfindung. Die Abweichung - um 1,26 € je Stückaktie bzw. 7,1 % - kann entgegen der Einschätzung der Antragsgegnerin zu 2) nicht als geringfügig angesehen werden.

Allerdings führt nicht jede Abweichung zu einer Unangemessenheit der angebotenen Kompensation i.S.v. § 327f Satz 2 AktG, sondern nur eine Überschreitung der Bandbreite angemessener Werte. Unangemessen ist die aufgrund einer Strukturmaßnahme festgelegte Kompensation nur dann, wenn sie mehr als nur geringfügig von dem ursprünglich ermittelten Wert der Aktie abweicht. Damit wird in Rechtsprechung und Literatur dem Umstand Rechnung getragen, dass es nicht möglich ist, einen mathematisch exakten oder "wahren" Unternehmenswert zum

Stichtag zu ermitteln und dies auch verfassungsrechtlich nicht geboten ist (MüKoAktG/van Rossum aaO, § 305 Rn. 223 m.w.N.).

Eine feste "Bagatellgrenze", bis zu der eine Abweichung noch als geringfügig anzusehen ist und die schon von daher eine gerichtliche Korrektur der festgesetzten Kompensation nicht erfordert, besteht nicht. Nur Abweichungen von 1 % bis maximal 2 % werden ohne weiteres toleriert (vgl. etwa BayObLG, Beschluss v. 18.05.2022 – 101 ZBR 97/20, juris Rn. 137 zu einer Abweichung um 0,82 %). Als geringfügig kann nach der Rechtsprechung auch eine darüber liegende Abweichung angesehen werden, wenn sie unter 5 % liegt, sofern die einzelfallbezogene Abwägung der Gesamtumstände im Rahmen der Angemessenheitsprüfung dem nicht entgegensteht (Senat, Beschlüsse v. 27.06.2022 – I-26 W 13/18 (AktE), aaO Rn. 133; v. 21.02.2019 - I-26 W 4/18 (AktE), BeckRS 2019, 05985 Rn. 77 f.; v. 5.09.2019 - I-26 W 6/18 (AktE) n.v.; MüKoAktG/van Rossum aaO § 305 Rn. 224 m.w.N.). Solche Umstände liegen indes - auch unter Berücksichtigung des diesbezüglichen Vorbringens der Antragsgegnerin zu 2) im Beschwerdeverfahren - nicht vor. Wie bereits ausgeführt, war der Börsenkurs hier mangels Liquidität nicht aussagekräftig. Der im Rahmen des „Share Sale and Transfer Agreement“ vereinbarte Kaufpreis kann allenfalls zur Plausibilisierung berücksichtigt werden.

Anders als die Antragsgegnerin zu 2) meint, liegt auch keine Divergenz zu der Rechtsprechung anderer Oberlandesgerichte vor. Soweit die Antragsgegnerin zu 2) diesbezüglich das Oberlandesgericht Stuttgart (Beschluss v. 19.01.2011 - 20 W 3/09, AG 2011, 205 ff. zu einer Abweichung um 6,02 %) zitiert, wurde dort ausdrücklich offen gelassen, ob die „Bagatellgrenze im Allgemeinen“ bei einer Abweichung von 10 % anzusiedeln ist. Die weiter angeführte Entscheidung des Oberlandesgerichts Frankfurt (Beschluss v. 20.12.2011 – 21 W 8/11, AG 2012, 330 ff.) ist schon nicht einschlägig. Ihr lag eine Abweichung unter 5 % zugrunde, die das Oberlandesgericht Frankfurt als geringfügig angesehen hat (OLG Frankfurt, aaO Rn. 108). Die ebenfalls zitierte Entscheidung des Oberlandesgerichts München (Beschluss v. 2.09.2019 – 31 Wx 358/16, WM 2019, 2104 ff.) rechtfertigt keine abweichende Bewertung. Auch danach kann eine Abweichung von (deutlich) mehr als 5 % allenfalls bei Vorliegen von – hier nicht gegebenen - besonderen Umständen als noch geringfügig und damit unerheblich angesehen werden (OLG München, aaO Rn. 146 ff.).

Nach alledem ist die Kompensation entsprechend gerichtlich festzusetzen. Dies führt zur Abänderung der landgerichtlichen Entscheidung in dem aus dem Tenor ersichtlichen Umfang.

III.

Die Durchführung einer mündlichen Verhandlung ist nicht veranlasst. Im Verlauf des seit dem Jahr 2002 anhängigen Spruchverfahrens haben bereits zwei mündliche Verhandlungen stattgefunden, davon am 15.01.2016 eine ganztägige Anhörung des Sachverständigen W. (Sitzungsprotokoll 62 Seiten) u.a. zu den Kapitalisierungsparametern Marktrisikoprämie und Betafaktor. Zu den weiteren, die Ableitung des Betafaktors betreffenden Einwendungen hat der im Beschwerdeverfahren ergänzend beauftragte Sachverständige wie bereits ausgeführt, erschöpfend in seinen Gutachten vom 29.11.2021 und 15.11.2022 Stellung genommen. Anlass für eine darüberhinausgehende Anhörung im Rahmen einer mündlichen Verhandlung besteht – wie bereits ausgeführt – nicht. Im Übrigen beruht die Entscheidung des Senats im Wesentlichen auf der Würdigung (bewertungs-)rechtlicher Fragestellungen und Sachverhalte, die bereits erstinstanzlich zwischen den Verfahrensbeteiligten ausführlich thematisiert wurden.

Die Antragsgegnerin zu 2) hat die Gerichtskosten beider Instanzen zu tragen. Für das erstinstanzliche Verfahren folgt dies aus § 306 Abs. 7 AktG a.F., § 136 Abs. 1, Abs. 5 GNotKG, für das Beschwerdeverfahren aus § 15 Abs. 1 SpruchG (§ 17 Abs. 2 SpruchG). Billigkeitsgründe, die es rechtfertigen, die Kosten einem anderen Beteiligten aufzuerlegen, liegen nicht vor.

Die Antragsgegnerin zu 2) trägt auch die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller erster Instanz gemäß § 13a Abs. 1 FGG, weil die Anträge auf Erhöhung der Barabfindung im Ergebnis erfolgreich waren. Ferner trägt sie 50 % der in der Beschwerdeinstanz jeweils entstandenen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller, weil ihre sofortige Beschwerde nur teilweise erfolgreich war. Dies entspricht unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit (§ 15 Abs. 2 SpruchG). Eine vollständige Kostenübernahme der in der Beschwerdeinstanz den Antragstellern entstandenen Kosten kommt nicht in Betracht. Im Grundsatz hat jeder Beteiligte seine Kosten selbst zu tragen, wobei § 15 Abs. 2 SpruchG diesen Grundsatz aus Billigkeitserwägungen durchbricht und ermöglicht, die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller je nach den Umständen des Einzelfalles auch teilweise der Antragsgegnerin aufzulegen (vgl. Mennicke in: Lutter, Umwandlungsgesetz, 6. Aufl. 2019, § 15 SpruchG Rn. 16 m.w.N.). Dies gilt erst Recht für die beschwerdeführenden Antragsteller, deren Rechtsmittel erfolglos waren.

Der Geschäftswert ist entsprechend dem ermittelten Erhöhungsbetrag für alle Minderheitsaktionäre für beide Instanzen auf jeweils 2.903.917 € festzusetzen.

Der Vertreter der ausgeschiedenen Aktionäre kann gemäß § 6 Abs. 2 Satz 1 SpruchG von der Antragsgegnerin zu 2) in entsprechender Anwendung des Rechtsanwaltsvergütungsgesetzes den Ersatz seiner Auslagen und eine Vergütung für seine Tätigkeit verlangen. Der Geschäftswert gilt nach § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch für die Bemessung seiner Vergütung.

Die Entscheidung ist rechtskräftig.