Ausfertigung

5 W 57/09
3/5 O 57/06 Landgericht Frankfurt am Main

OBERLANDESGERICHT FRANKFURT AM MAIN

BESCHLUSS

In dem Spruchverfahren
betreffend die Verschmelzung von T-Online International AG auf die

an dem beteiligt sind:

1.

gegen

hat der 5. Zivilsenat des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main durch den Vorsitzenden Richter am Oberlandesgericht und die Richter am Oberlandesgericht und am 3. September 2010 beschlossen:

Die sofortigen Beschwerden und Anschlussbeschwerden der Antragsteller sowie die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin gegen den Beschluss der 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main vom 13. März 2009 werden zurückgewiesen.

Die Gerichtskosten des Beschwerdeverfahrens einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters hat die Antragsgegnerin zu tragen. Ferner hat die Antragsgegnerin den nicht beschwerde- oder anschlussbeschwerdeführenden Antragstellern deren außergerichtliche Kosten zu erstatten. Im Übrigen findet eine Kostenerstattung nicht statt.

Der Geschäftswert des Beschwerdeverfahrens wird auf 7.500.000 € festgesetzt.

Gründe

A.

Die Antragsteller waren Aktionäre der T-Online International AG (im Folgenden T-Online AG), einer ehemaligen Tochtergesellschaft der Antragsgegnerin. Bei der T-Online AG handelte es sich um den größten Internet Service Provider in Deutschland und einer der bedeutendsten Anbieter von Internetleistungen in Europa. Sie bildete vor ihrem Börsengang - und später nach der Verschmelzung auf die Antragsgegnerin erneut – einen von damals insgesamt vier operativen Bereichen der Antragsgegnerin. Neben der Internetsparte T-Online wies die Antragsgegnerin weiterhin die Divisionen T-Com, T-Mobile und T-Systems auf und stellte dergestalt damals wie auch heute noch eines der weltweit führenden Unternehmen in der Telekommunikationsbranche dar.

Im April 2000 wurde von der Antragsgegnerin unter der Wertpapierkennnummer 555770 der Börsengang der T-Online AG vollzogen. Der Emissionskurs lag bei 27 € pro Stückaktie, sank allerdings in der Folgezeit bis zum Herbst 2004 auf unter 9 €. Gleichzeitig machte die Gesellschaft in den ersten Jahren nach dem Börsengang deutliche Verluste. Erst im Jahr 2004 konnte das Unternehmen

konzernweit einen Überschuss von ca. 300 Mio. € bei einem Gesamtumsatz von etwa 2 Mrd. € erwirtschaften.

Entsprechend bewegte sich ab dem Jahr 2004 der Kurs der an einer Vielzahl von Börsen gehandelten Aktie der T-Online AG, die im Tec Dax gelistet war, bei einem durchschnittlichen Tagesumsatz von weit über 1 Mio. Aktien auf einem verhältnismäßig schwankungsarmen Niveau von im Wesentlichen unter 10 €.

Demgegenüber lag der unter der Wertpapierkennnummer 555750 gelistete Kurs der damals unter anderem im amtlichen Markt gehandelten Aktien der Antragsgegnerin, die ihrerseits im DAX 30 und im Dow Jones Euro Stoxx 50 gelistet war und weiterhin ist, zwischen 12 € und 17 € in dem Zeitraum Anfang des Jahres 2004 bis zum 29. April 2005. Auch hiernach überschritt der Kurs der Antragsgegnerin regelmäßig nicht einen Wert von 17 €; desgleichen blieb der Kurs der T-Online AG unter 10 €.

Im Übrigen wird bezüglich der Kursentwicklungen der T-Online AG sowie der Antragsgegnerin auf die ergänzenden und unbestritten gebliebenen Angaben der Antragsgegnerin hierzu Bezug genommen (Bl. 3459 ff. d. A.).

Am 9. Oktober 2004 teilte die Antragsgegnerin in einer Ad-hoc Mitteilung erstmals mit, dass beabsichtigt sei, die T-Online AG nach ihrem Börsengang erneut mit der Antragsgegnerin im Wege der Verschmelzung der Tochter- auf die Muttergesellschaft rechtlich zusammenzuführen. Zugleich wurde bekannt gemacht, dass man nach einem vorläufigen Ertragswertgutachten von einem unter der Marktpreisrelation liegenden Umtauschverhältnis ausgehe. Zudem unterbreitete die Antragsgegnerin am gleichen Tag den außenstehenden Aktionären der T-Online AG ein freiwilliges öffentliches Kaufangebot zum Preis von 8,99 € je Aktie. Dies entsprach dem Kurs vor der Bekanntgabe der beabsichtigten Verschmelzung und führte in der Folge zunächst zu einem Anstieg des Kurses auf etwa 10 €. Im Zuge des Kaufangebotes, dessen Angebotsfrist am 4. Februar 2005 endete, konnte die Antragsgegnerin ihren Anteil an der T-Online AG von ursprünglich 79,93 % im Oktober 2004 auf 90,14 % im Frühjahr 2005 erhöhen.

In der Folge unterzeichneten die beteiligten Unternehmen am 8. November 2004 eine Grundsatzvereinbarung, in der man sich auf die Eckpunkte der geplanten Verschmelzung einigte sowie über das weitere Vorgehen verständigte. Insbesondere sollten sich beide Gesellschaften jeweils gesondert von einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft beraten lassen, wobei sich die T-Online AG für die und die Antragsgegnerin für die

entschied. Ferner vereinbarte man, die jeweiligen Unternehmenswerte nach dem Ertragswertverfahren zu ermitteln.

Am 25. Januar 2005 wurde sodann eine Spanne für das Umtauschverhältnis von einer T-Online Aktie gegen 0,45 bis 0,55 Aktien der Antragsgegnerin bekannt gegeben. Am folgenden Tag gab der Kurs der T-Online AG um 7,59 % seines Wertes nach und belief sich sodann auf etwa 9 €. Auch in der Folge gab der Kurs weiter nach.

Am 8. März 2005 schloss die Antragsgegnerin mit der T-Online AG einen Vertrag, wonach letztere auf die Antragsgegnerin verschmolzen werden sollte. § 2 des zwischen den Gesellschaften geschlossenen Verschmelzungsvertrages sah ein Umtauschverhältnis von 25 Stückaktien der T-Online AG zu 13 Aktien der Antragsgegnerin vor. Dies entspricht einem Verhältnis von einer Aktie der T-Online AG zu 0,52 Aktien der Antragsgegnerin. Grundlage des festgesetzten Umtauschverhältnisses war ein von den zwei Wirtschaftsprüfungsgesellschaften im Ergebnis gemeinsam zum 8. März 2004 ermittelter und im Verschmelzungsbericht näher erläuterter Unternehmenswert der T-Online AG zum 29. April 2005 in Höhe von 17.994 Mio. € und ein solcher der Antragsgegnerin von 118.771 Mio. €, was zu entsprechenden Anteilswerten von 14,71 € respektive 28,31 € führte. Das Umtauschverhältnis wurde noch am Tag des Vertragsschlusses im Wege einer Ad-hoc Mitteilung bekannt gemacht, woraufhin der Kurs der T-Online AG um etwa 2 % nachgab, anschließend bis auf ein Niveau von etwa 8 € sank, um sodann wieder auf 8,25 € am 29. April 2005 zu steigen. Der Kurs der Telekom AG bewegte sich geringfügig über 13 € und sank am Verschmelzungsstichtag auf 12,53 €.

Nachdem die Verschmelzungsprüferin, die

, auf deren Prüfbericht (s. Verschmelzungsunterlagen S. 325 ff.) ebenso wie auf den Verschmelzungsbericht (s. Verschmelzungsunterlagen S. 165 ff.) Bezug genommen wird, das Umtauschverhältnis als angemessen bestätigt hatte, stimmte die Hauptversammlung der T-Online AG mit einer Mehrheit von über 99,46 % dem Verschmelzungsvertrag am 29. April 2005 zu. Nach dem rechtskräftigen Abschluss eines in zweiter Instanz erfolgreichen Freigabeverfahrens wurde die Verschmelzung am 6. Juni 2006 in das Handelsregister eingetragen. Die Bekanntmachung der Eintragung im Bundesanzeiger erfolgte zuletzt seitens der T-Online AG am 28. Juni 2006. Zu diesem Zeitpunkt waren von der Verschmelzung 120.634.965 Aktien der T-Online AG betroffen.

Mit ihren Anträgen begehren die Antragsteller die Festsetzung einer angemessenen baren Zuzahlung. Das Landgericht hat zunächst eine ergänzende Stellungnahme des Verschmelzungsprüfers eingeholt. Hierzu wird Bezug genommen auf Bl. 2682 ff. d. A. sowie das Protokoll seiner mündlichen Anhörung vom 17. Februar 2009 (Bl. 1161 ff. d. A.). Ferner hat die Kammer Beweis erhoben durch Vernehmung verschiedener, an den Verschmelzungsvorgängen beteiligter Zeugen, wobei bezüglich des Inhaltes der Zeugenaussagen auf Bl. 737 ff. d. A. verwiesen wird.

Im Anschluss hat das Gericht sodann in der angefochtenen Entscheidung (= NZG 2009, 553), auf deren Inhalt ergänzend Bezug genommen wird, für jede Aktie der außenstehenden Aktionäre der T-Online AG eine bare Zuzahlung in Höhe von 1,15 € festgesetzt. Zur Begründung hat es im Wesentlichen ausgeführt, dass das Gericht gegen die der festgesetzten Umtauschrelation zugrunde liegenden Ertragswerte der beiden beteiligten Unternehmen zwar keine durchgreifenden Bedenken hege. Vielmehr messe es der seitens der Antragsteller beantragten Neubegutachtung keinen maßgeblichen Erkenntnisgewinn bei und zwar nicht zuletzt deshalb, weil es aufgrund der von ihm durchgeführten Beweisaufnahme zu der Überzeugung gelangt sei, dass sich die an den Verschmelzungsvorgängen beteiligten Personen verhalten hätten, als habe es sich bei den Verschmelzungsparteien um zwei gleichberechtigte Partner gehandelt.

Entsprechend komme auch vorliegend der Grundsatz zur Anwendung, wonach einem zwischen zwei von einander unabhängigen Unternehmen vereinbarten Verschmelzungsverhältnis eine erhöhte Richtigkeitsgewähr beizumessen sei.

Gleichwohl sei eine bare Zuzahlung nach § 15 UmwG festzusetzen gewesen, weil das Verhältnis sich nicht an den Ertragswerten auszurichten habe, sondern an dem Verhältnis der Börsenkurse der an den geregelten Märkten jeweils gehandelten Unternehmen. Insoweit sei eine Marktbewertung der beteiligten Unternehmen gegenüber der von den Gesellschaften herangezogenen fundamentalanalytischen Methode vorzugswürdig. Dies resultiere nicht zuletzt aus den zahlreichen Unsicherheiten und damit verbundenen Spielräumen, die das Ertragswertverfahren den Unternehmen im Rahmen der Ermittlung der Unternehmenswerte belasse. Für die Ermittlung der daher maßgeblichen Börsenkurse sei nicht auf einen Stichtagskurs, sondern auf einen Durchschnittskurs abzustellen. Dabei seien für die Festlegung einer Referenzperiode die drei Monate vor der erstmaligen Bekanntmachung der unternehmerischen Maßnahme am 8. Oktober 2004 heranzuziehen. Hierauf bezogen habe der gemäß § 5 WpÜG-AngebotsVO gewichtete dreimonatige Durchschnittskurs für die T-Online AG bei 8,59 € und für die Antragsgegnerin bei 14,31 € gelegen. Hieraus ergebe sich ein Umtauschverhältnis von 1 zu 0,6 statt – wie von den Vertragspartnern festgesetzt - von 1 zu 0,52, was zu einer baren Zuzahlung je T-Online Aktie in Höhe von 1,15 € führe.

Hiergegen haben die Antragsteller zu 2) und 237), zu 4) und 5), zu 6), zu 7) bis 10), zu 12) bis 25) und zu 235), zu 32), zu 34), zu 35), zu 36), zu 38), zu 39) und 40), zu 41), zu 45) und 46), zu 49), zu 50) bis 53), zu 56), zu 57), zu 60), zu 180), zu 183) bis 185), zu 186) und 187), zu 188), zu 222), zu 224), zu 225), zu 230), zu 232), zu 233), zu 239), zu 240) und zu 241) ebenso wie die Antragsgegnerin sofortige Beschwerde eingelegt.

Zur Begründung ihres Rechtsmittels trägt die Antragsgegnerin im Wesentlichen vor, das Landgericht habe die zur Berechnung des Umtauschverhältnisses maßgeblichen Unternehmenswerte nicht anhand der Börsenwerte der beteiligten Unternehmen ermitteln dürfen, sondern sei an die von den

Verschmelzungspartnern angewandte Ertragswertmethode gebunden gewesen. Insoweit sei – wie das Landgericht zutreffend ausgeführt habe – das im Verschmelzungsvertrag festgesetzte Umtauschverhältnis Resultat der Verhandlungen zweier sich wie gleichberechtigte Unternehmen verhaltender Verschmelzungspartner gewesen. Teil dieser dergestalt erzielten vertraglichen Vereinbarung sei die gemeinsame Auswahl einer Methode zur Ermittlung der Unternehmenswerte gewesen, nämlich vorliegend die Einigung auf die allgemein anerkannte Ertragswertmethode. An diese Entscheidung der Vertragspartner sei das Gericht im Rahmen der Überprüfung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses im Spruchverfahren gebunden gewesen und habe sich hierüber nicht hinwegsetzen dürfen. Überdies komme der vom Landgericht zur Ermittlung des Umtauschverhältnisses herangezogenen Börsenwertrelation in dem hier in Rede stehenden Verschmelzungsfall weder eine besondere verfassungsrechtliche Bedeutung zu. Noch sei – wie das Landgericht gemeint habe – die marktorientierte Ermittlung der Unternehmenswerte einer fundamentalanalytischen Methode gleichrangig. Vielmehr gewährleiste – trotz denkbarer Ungenauigkeiten – die allgemein anerkannte Ertragswertmethode eine genauere Schätzung der Unternehmenswerte, die aufgrund des Grundsatzes der Methodengleichheit sodann bei beiden Unternehmen habe Anwendung finden müssen. Da es somit bei der angewandten Ertragswertmethode habe verbleiben müssen, komme zugleich der vom Landgericht zutreffend erkannte Gesichtspunkt zum Tragen, wonach aufgrund der Verhandlungssituation das vertraglich festgesetzte Umtauschverhältnis eine gesteigerte Richtigkeitsgewähr aufweise und nur noch in sehr eingeschränktem Maße einer Überprüfung durch die Gerichte unterliege. Schließlich – so trägt die Antragsgegnerin, dabei unterstützt von einigen Antragstellern, hilfsweise vor – habe das Landgericht die von ihm herangezogenen durchschnittlichen Börsenkurse anhand einer unzutreffenden Referenzperiode ermittelt. Maßgeblich seien die drei Monate vor der Hauptversammlung und nicht diejenigen vor der erstmaligen Bekanntgabe der Verschmelzung.

Wie die Antragsgegnerin sind auch die Antragsteller der Auffassung, das Landgericht habe die Umtauschrelation nicht anhand der Börsenwerte der beteiligten Gesellschaften bestimmen dürfen. Die Börsenkurse seien nur insoweit

von Relevanz, als sie eine Untergrenze für das angemessene Umtauschverhältnis darstellten. Zudem habe das Landgericht bei der Ermittlung der Börsenwerte gesondert berücksichtigen müssen, dass in dem Zeitraum nach dem Bewertungsstichtag und vor dem Wirksamwerden des Vertrages durch seine Eintragung im Handelsregister Dividenden an die Aktionäre beider Gesellschaften in stark unterschiedlicher Höhe ausgeschüttet worden seien. Durch die um ein Vielfaches höhere Ausschüttung an die Aktionäre der Antragsgegnerin sei deren Wert nachträglich gegenüber demjenigen der T-Online AG vermindert worden, was bei der vom Gericht festgesetzten Zuzahlung ebenfalls habe Beachtung finden müssen.

Da die Börsenwertrelation nur als Untergrenze anzusehen sei, habe das Landgericht ihren Einwänden gegen die Ertragswertberechnungen der Antragsgegnerin umfassend durch Einholung eines neuen Sachverständigengutachtens nachgehen müssen. Dem stehe abweichend von der Auffassung des Landgerichts und der Antragsgegnerin kein eingeschränkter Prüfungsumfang entgegen. Dieser ergebe sich insbesondere nicht daraus, dass die vertraglich festgesetzte Verschmelzungswertrelation Resultat der Verhandlungen zweier gleichberechtigter Partner gewesen sei. Insoweit habe es sich gerade nicht um eine Verschmelzung zweier voneinander unabhängiger Unternehmen, sondern um eine Verschmelzung der Tochter- auf deren Muttergesellschaft gehandelt. Darüber könnten ebenfalls die im Rahmen der Beweisaufnahme gemachten Zeugenaussagen, denen aus verschiedenen Gründen entgegen der Ansicht des Landgerichts nicht zu folgen sei, nicht hinwegtäuschen. Insoweit sei die sich aus § 17 Abs. 2 AktG ergebende Abhängigkeitsvermutung zumindest nicht widerlegt worden. Überdies komme eine nur oberflächliche Prüfung der Ertragswerte aus verfassungsrechtlichen Gründen nicht in Betracht. Soweit es die von der Antragsgegnerin zugrunde gelegten Unternehmenswerte anbelange, seien diese aus einer – hier nicht abschließend dargestellten - Vielzahl von Gründen fehlerhaft. Bereits die Detailplanungsphase von 10 Jahren sei unangemessen lang. Die geschätzten Erträge für die T-Online AG seien zu gering veranschlagt, demgegenüber seien diejenigen der Antragsgegnerin zu hoch bemessen worden. Unzutreffend sei ebenfalls der herangezogene Kapitalisierungszins der Detailplanungsphase. Dessen einzelne

Komponenten, nämlich Basiszins und Risikozuschlag seien jeweils zu hoch bemessen, wobei überdies das Tax-CAPM zur Ermittlung des Risikozuschlages sich als ungeeignet erweise. Demgegenüber sei der Wachstumsabschlag zu niedrig angesetzt worden, was sich ebenfalls zu lasten der Minderheitsaktionäre der T-Online AG auswirkt habe. Mit Blick auf das nicht betriebsnotwendige Vermögen sind die Antragsteller vornehmlich der Auffassung, das Landgericht habe etwaige Schadensersatzansprüche der T-Online AG gegen die Antragsgegnerin berücksichtigen müssen. Dem stehe die Rechtsnatur des Spruchverfahrens nicht entgegen. Die Ansprüche ergäben sich vornehmlich aus einer unter dem Marktpreis liegenden Verzinsung der liquiden Mittel, die die T-Online AG der Antragsgegnerin darlehensweise zur Verfügung gestellt habe und die sie aus ihrem Börsengang im Jahr 2000 erzielt habe.

Wegen des übrigen Vortrags der Beteiligten wird auf die im Beschwerdeverfahren gewechselten Schriftsätze verwiesen.

B.

I. Bedenken gegen die Zulässigkeit der sofortigen Beschwerden bestehen keine. Insbesondere sind alle Rechtsmittel formgerecht eingelegt worden. Ebenfalls wurde die zweiwöchige Frist des § 22 Abs. 1 Satz 1 FGG iVm § 17 Abs. 1 Satz 1 SpruchG jeweils in der bis zum 31. August 2009 gültigen und somit hier maßgeblichen Fassung (im Folgenden a.F.) von allen Beteiligten gewahrt (vgl. für die Antragsgegnerin (Bl. 1234 und Bl. 1547), für die Antragsteller zu 2) und 237) (Bl. 1578 sowie Bl. 2089 und Bl. 1221), zu 4) und 5) (Bl. 1309 und Bl. 1253), zu 6) (Bl. 1341 und Bl. 1219), zu 7) bis 10) (Bl. 1320 sowie Bl. 1510 und Bl. 1260), zu 12) bis 25) und zu 235) (Bl. 1921 und Bl. 1239), zu 32) (Bl. 1522 und Bl. 1241), zu 34) (Bl. 1541 und Bl. 1261), zu 35) (Bl. 1545 und Bl. 1227), zu 36) (Bl. 1543 und Bl. 1254), zu 38) (Bl. 1862 und Bl. 1233), zu 41) (Bl. 1351 und Bl. 1266), zu 45) und 46) (Bl. 1314 und Bl. 1220), zu 49) (Bl. 1416 und Bl. 1262), zu 50) bis 53) (Bl. 1331 und Bl. 1228), zu 56) (Bl. 1345 und Bl. 1231), zu 57) (Bl. 1868 und Bl. 1278), zu 60) (Bl. 1782 und Bl. 1224), zu 180) (Bl. 1312 und Bl. 1240), zu 183) bis 185) (Bl. 1356 und Bl. 1230), zu 186) und 187) (Bl. 2081 und Bl. 1225), zu 188) (Bl. 1784 und Bl. 1279), zu 224) (Bl. 1318 und Bl. 1521), zu 225) (Bl. 1517 und Bl. 1226), zu 230) (Bl. 1772 und Bl. 1232), zu 232) (Bl. 1577 und Bl. 1576; laut

eignen Angaben am 20. März 2009), zu 233) (Bl. 1570 und Bl. 1232), zu 239) (Bl. 1566 und Bl. 1219), zu 240) (Bl. 2062 und Bl. 1218) und zu 241) (Bl. 2042 und Bl. 1218 d. A.)).

Dies gilt ebenfalls für die sofortige Beschwerde der Antragsteller zu 39) und 40) (Bl. 2079 d. A.). Insoweit fehlt es bereits an einem Zustellungsnachweis in der Akte. Eine förmliche Zustellung ist aber erforderlich, um die Frist überhaupt in Lauf zu setzen. Zudem wurde die angefochtene Entscheidung den Antragsteller ihren eigenen Angaben zufolge, an deren Richtigkeit der Senat keinen Anlass zu zweifeln sieht, am 23. März 2009 zugestellt, so dass die am 4. April 2009 eingegangene Beschwerde ohnehin innerhalb von zwei Wochen erhoben wurde. Entsprechendes gilt für den Antragsteller zu 222) (Bl. 1349 d. A.). Auch insoweit ist von einem fristgerechten Eingang der Beschwerde auszugehen.

Schließlich steht der Zulässigkeit mit Blick auf den ASt zu 233) auch nicht der Umstand entgegen, dass dieser in der fristgerecht eingegangenen Beschwerdeschrift (Bl. 1570 d. A.) fälschlicherweise angegeben hat, es werde eine Entscheidung des Landgerichts Hannover, statt des Landgerichts Frankfurt am Main angegriffen. Aufgrund des richtig mitgeteilten Aktenzeichens, sowie der am Verfahren Beteiligten und des Beschlussdatums bestand hinsichtlich der angefochtenen Entscheidung kein Zweifel (vgl. insoweit Bl. 2208 d. A.).

Soweit es die Zulässigkeit der Anschlussbeschwerden der Antragsteller zu 1) (Bl. 2834), zu 37) (Bl. 2836), zu 42) (Bl. 2383), zu 27) bis 31) (Bl. 2812), zu 54) (Bl. 3565), zu 62) bis 178) und zu 144a) (Bl. 3526 ff. d. A.), zu 223) (Bl. 3581 f.), zu 228) (Bl. 2818), zu 229) (Bl. 2823), zu 231) (Bl. 2825) und zu 242) (Bl. 3653 ff. d. A.) betrifft, bestehen ebenfalls keine Bedenken. Da das Spruchverfahren ein echtes Streitverfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit darstellt, ist ein Anschluss entsprechend § 567 Abs. 3 ZPO an das Rechtsmittel des Gegners statthaft, um die Waffengleichheit in Verfahren herzustellen, in denen wegen des Verbots der reformatio in peius ansonsten keine Korrektur zugunsten des Rechtsmittelgegners möglich wäre (vgl. OLG Stuttgart, ZIP 2007, 250, BayObLG DB 2001, 191; Simon/Simon, SpruchG, § 12 Rdn. 21). Dies gilt unanhängig davon, dass einige Antragsteller ihrerseits sofortige Beschwerde eingelegt haben. Denn diese

könnten zurückgenommen werden mit der Folge, dass sodann keine Korrektur zugunsten der verbleibenden Antragsteller möglich wäre. Dem Rechtsmittel der Antragsgegnerin konnten sich daher die genannten Antragsteller anschließen.

II. Allerdings erweisen sich die Rechtsmittel sowohl der Antragssteller als auch der Antragsgegnerin insgesamt als unbegründet. Im Ergebnis zutreffend hat das Landgericht eine bare Zuzahlung in Höhe von 1,15 € für jede Aktie außenstehender Aktionäre der T-Online AG festgesetzt. Die hiergegen von den Beteiligten vorgebrachten Einwände vermögen nicht zu überzeugen.

1. Für die Entscheidungsfindung ist maßgeblich, ob das im Verschmelzungsvertrag festgesetzte Umtauschverhältnis iSv § 15 Abs. 1 UmwG zu niedrig bemessen bzw. nicht angemessen ist (vgl. dazu OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. März 2006 - 20 W 5/05 -, Juris Rdn. 30; Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 416). Das ist dann der Fall, wenn der Wert der Anteile am übertragenden Rechtsträger nicht in etwa dem Wert der ersatzweise zugeteilten Anteile am aufnehmenden Rechtsträger entspricht, sondern darüber liegt (vgl. OLG Stuttgart, WM 2010, 173, 175; OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. März 2006 - 20 W 5/05 -, Juris Rdn. 33). Um hingegen angemessen zu sein, muss das Umtauschverhältnis annähernd identisch sein mit dem Verhältnis der auf die jeweils ausgegebenen Anteile bezogenen Unternehmenswerte. Als Wert der Anteile ist bei der Verschmelzung insoweit aber nicht der Verkehrswert des Anteils als eigenständiges Wirtschaftsgut, sondern der auf das Mitgliedschaftsrecht nach der jeweiligen Beteiligungsquote entfallende Anteil am Wert des Unternehmens als Ganzes zu verstehen (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. März 2006 - 20 W 5/05 -, Juris Rdn. 33). Denn die den Anteilseignern des übertragenden Rechtsträgers zu gewährenden Anteile am übernehmenden Rechtsträger sind nach der Konzeption des Umwandlungsgesetzes keine Abfindung für einen entzogenen oder entwerteten Anteil, sondern die Gegenleistung dafür, dass der übertragende Rechtsträger sein Vermögen als Ganzes im Wege der Gesamtrechtsnachfolge auf den übernehmenden Rechtsträger überträgt (§§ 2, 5 Abs. 1 Nr. 2 UmwG).

Um in diesem Sinne die Angemessenheit von Leistung und Gegenleistung zu beurteilen bzw. zu überprüfen, ob das Umtauschverhältnis zu niedrig bemessen und mithin für die Herstellung der Angemessenheit zugunsten der Aktionäre der übertragenden Gesellschaft eine bare Zuzahlung gemäß § 15 Abs. 1 Satz 2 UmwG zu gewähren ist, ist daher eine Ermittlung der Unternehmenswerte der aufnehmenden und der übertragenden Gesellschaft notwendig (vgl. auch WP-Handb 2008 S. 177 Rdn. 499). Hierzu hat das Gericht den Wert der Unternehmen unter Berücksichtigung anerkannter betriebswirtschaftlicher Erkenntnisse im Wege der Schätzung gemäß § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln (vgl. OLG München, OLGR 2008, 446, BayObLG, NZG 2006, 156; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 712) und anschließend unter Berücksichtigung der jeweils ausgegebenen Anteile ins Verhältnis zu setzen (vgl. zur Berechnung Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 419 f.). Weicht das festgesetzte Umtauschverhältnis von der rechtlich zulässigen Relation ab, ist eine entsprechende Korrektur vermittels einer baren Zuzahlung herbeizuführen (vgl. zur Ermittlung der Höhe etwa Gehling, in: Semler/Stengel, UmwG, 2. Aufl., § 15 Rdn. 18 f.).

2. Ausgehend von vorstehenden Grundsätzen bleibt den wechselseitigen sofortigen Beschwerden der Erfolg jeweils versagt. Im Ergebnis zu Recht hat sich das Landgericht bei der gebotenen Schätzung der Unternehmenswerte der beteiligten Gesellschaften an deren Börsenwerte orientiert (a)) und sodann anhand des Verhältnisses der Börsenwerte beider Gesellschaften, bezogen auf einen jeweils gewichteten Durchschnittskurs drei Monate vor der erstmaligen Bekanntgabe der geplanten Verschmelzung, eine bare Zuzahlung in Höhe von 1,15 € je Aktie der T-Online AG zuerkannt (b)).

a) Das Landgericht war nicht gehindert, die Werte der an der Verschmelzung beteiligten Unternehmen ausschließlich mittels deren Börsenkurse zu bestimmen. Insoweit war die Kammer entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin nicht an die von den Verschmelzungspartnern vereinbarte Bewertungsmethode gebunden (aa)). Auch verfassungsrechtliche Erwägungen gebieten keine Bewertung vornehmlich anhand der Ertragswerte (bb)). Schließlich erweist sich die marktorientierte Bewertung nicht nur als ihrerseits angemessen im Sinne von § 12

Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 UmwG, d.h. als geeignet und vertretbar, sondern darüber hinaus in der vorliegenden Fallkonstellation einer fundamentalanalytischen Methode als überlegen (cc)).

aa) Entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin sowie entgegen teilweise – allerdings jeweils für den Fall der Verschmelzung gleichberechtigter Unternehmen - in diese Richtung zu verstehender Stellungnahmen in der Rechtsprechung (vgl. OLG Karlsruhe AG 2009, 47, 48; OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. März 2006 – 20 W 5/05 -, Juris Rdn. 68 ff.) und in der Literatur (vgl. Stilz, FS Mailänder, 2006, 423, 435 f.) war das Landgericht nicht an die von den beteiligten Verschmelzungspartnern gewählte Unternehmensbewertungsmethode bei der Überprüfung des Umtauschverhältnisses gebunden.

Die vom Landgericht vorgenommene gerichtliche Schätzung der Unternehmenswerte der an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger anhand deren Börsenwerte ist nicht als ein rechtswidriger Eingriff in die Vertragsfreiheit der beiden Verschmelzungspartner zu werten.

Zutreffend ist zwar, dass sich die beiden Gesellschaften in der zwischen ihnen geschlossenen Grundsatzvereinbarung auf die Anwendung der Ertragswertmethode zur Ermittlung beider Unternehmenswerte geeinigt haben. Hieraus kann jedoch nicht gefolgert werden, dass die insoweit in einer vertraglichen Vereinbarung umgesetzte Entscheidung damit einer gerichtlichen Kontrolle entzogen wäre. Vielmehr ergibt sich jedenfalls mittelbar aus § 12 Abs. 2 Nr. 2 UmwG, dass die von den Verschmelzungspartnern gewählte Methode der Überprüfung durch die Gerichte auf ihre Angemessenheit hin unterliegt. Andernfalls wäre nämlich nicht verständlich, warum der genannten Vorschrift zufolge die Angemessenheit der Methodenwahl einen wesentlichen Aspekt der Prüfungs- und der sich daraus ergebenden Berichtspflicht des Verschmelzungsprüfers darstellt.

Mithin unterliegt die Methodenwahl ebenso wie das Umtauschverhältnis selbst, das gleichfalls Gegenstand einer vertraglichen Vereinbarung zwischen den Verschmelzungspartnern ist, einer - wenn auch gegebenenfalls eingeschränkten -

gerichtlichen Kontrolle und zwar unabhängig davon, ob es sich bei der Verschmelzung um eine Verschmelzung zwischen Gleichberechtigten oder um eine Konzernverschmelzung handelt.

Allerdings unterliegt die angewandte Methode einer nur eingeschränkten gerichtlichen Kontrolle. Zutreffend ist nämlich, dass eine von den Unternehmen gewählte Methode als solche bereits dann nicht verworfen werden darf, wenn sie angemessen ist, was wiederum impliziert, dass nicht die optimale Methode – sofern es diese überhaupt gibt – von den Verschmelzungsparteien herangezogen worden sein muss. Vielmehr genügt bereits die Anwendung einer geeigneten und vertretbaren Methode, um eine gerichtliche Billigung zu erfahren.

Unabhängig davon geht es bei der hier vom Landgericht vorgenommenen eigenständigen Schätzung der Unternehmenswerte anhand eines marktorientierten Ansatzes aber ohnehin nicht um eine isolierte gerichtliche Überprüfung der Methode. Insbesondere steht nicht in Abrede, dass die von den Vertragspartnern gewählte Ertragswertmethode ihrerseits eine angemessene, d.h. geeignete und vertretbare (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. März 2006 – 20 W 5/05 -, Juris Rdn. 66), Methode zur Unternehmensbewertung darstellt (vgl. etwa BGH, AG 2003, 627 f.; OLG Karlsruhe, NZG 2008, 791; KK/Simon, UmwG, § 12 Rdn. 16; Lutter, UmwG, 4 Aufl., § 12 Rdn. 4).

Maßgeblich ist allein, dass das Gericht aufgrund der Wahl der Vertragsparteien in seiner Vorgehensweise zu der ihm vom Gesetzgeber gemäß § 15 Abs. 1 Satz 2 UmwG übertragenen Überprüfung des gewährten Umtauschverhältnisses nicht eingeschränkt ist. Insbesondere impliziert die Einigung der Vertragspartner auf die Ertragswertmethode nicht, dass das Gericht bei der Überprüfung des auf der Grundlage dieser Methode erzielten Ergebnisses auf seine Angemessenheit an die von den Verschmelzungspartnern gewählte Vorgehensweise gebunden wäre. Insoweit ist die vertragliche Einigung auf die Bewertungsmethode für das zur Entscheidung berufene Gericht ebenso wenig bindend wie die Einigung über die Höhe des Umtauschverhältnisses.

Dass die Vertragsfreiheit der Verschmelzungspartner nicht als Schranke für den Umfang der gerichtlichen Überprüfung herangezogen werden kann, ergibt sich überdies aus dem ansonsten den Parteien möglichen Unterlaufen der gesetzlich vorgesehenen gerichtlichen Kontrolle. Andernfalls wäre es nämlich den Vertragsparteien möglich, sich auf jedes einzelne Element der Unternehmenswertermittlung vertraglich zu einigen und hierdurch das Umtauschverhältnis zwingend vorzugeben. Wäre das Gericht an all diese vertraglichen Vereinbarungen gebunden, liefe die gesetzlich vorgesehene Überprüfung des Umtauschverhältnisses entsprechend leer.

Ebenfalls das von der Antragsgegnerin weiterhin zur Stützung ihrer Auffassung herangezogene Argument der Autonomie unternehmerischer Entscheidungen vermag nicht zu überzeugen. Wie bereits dargelegt geht es um die Überprüfung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses und nicht um die Ablehnung der von der Antragsgegnerin herangezogenen Methode.

Schließlich zieht die Überprüfung des Umtauschverhältnisses anhand der Börsenwerte keine kosten- und zeitintensive Neubewertung nach sich, sondern wird dem Anspruch einer kosten- und zeitbewussten gerichtlichen Überprüfung gerade gerecht. Entsprechend kann dahingestellt bleiben, ob der letztgenannte Aspekt überhaupt eine Einschränkung der gerichtlichen Überprüfungsdichte zu begründen vermag.

bb) Auch verfassungsrechtliche Erwägungen gebieten keine Bewertung vornehmlich anhand der Ertragswerte.

Auszugehen ist von dem als gesichert anzusehenden Grundsatz, wonach die Verfassung keine bestimmte Methode zur Ermittlung der angemessenen Abfindung vorgibt und damit zugleich – unabhängig von einer möglichen Übertragbarkeit der Grundsätze der DAT/Altana-Entscheidung (BVerfGE 100, 287) auf Verschmelzungen – für die Überprüfung des Umtauschverhältnisses keine Vorgaben für eine Methode der Unternehmensbewertung enthält (vgl. BVerfGE 100, 289, 307).

Entsprechend hat das Bundesverfassungsgericht in der genannten Entscheidung ausdrücklich die Ertragswertmethode für verfassungsrechtlich bedenkenfrei erklärt (vgl. BVerfGE 100, 287, 308), darüber hinaus aber zugleich festgestellt, dass generell Art. 14 Abs. 1 GG für die Wertermittlung von Unternehmen bzw. Unternehmensbeteiligungen kein bestimmtes Verfahren vorschreibt (vgl. BVerfGE 100, 287, 307). Später hat das Gericht in einer Kammerentscheidung die Ansicht, der Verfassung lasse sich keine bestimmte Bewertungsmethode entnehmen, auf die Ermittlung des Basiszinses ausdehnend angewandt sowie zugleich dargelegt, dass eine Zinsprognosemethode verfassungsrechtlich unbedenklich sei, solange sie eine zum Zeitpunkt der Vornahme der Unternehmensbewertung gebräuchliche und anerkannte Prognosemethode darstelle (vgl. BVerfG, NJW 2007, S. 3266, 3268).

Von dieser Wertung ausgehend kann gleichfalls der an den Börsenwerten angelehnten marktorientierten Bewertungsmethode keine grundsätzliche verfassungsrechtliche Beschränkung entgegen gehalten werden. Auch hierbei handelt es sich - wie bei den fundamentalanalytischen Methoden - um einen bestimmten Ansatz zur Ermittlung des Unternehmenswertes, der – wenngleich nicht von allen – so doch von weiten Teilen der Literatur und der Rechtsprechung im Grundsatz gebilligt wird (vgl. beispielsweise BayObLG, NJW-RR 1999, 109; Steinhauer, AG 1999, 299).

Dass mit Blick auf diese marktorientierte Bewertungsfunktion der Börsenkurse – etwa im Gegensatz zu einer fundamentalanalytischen Vorgehensweise – sich aus der Verfassung generelle Vorbehalte ableiten ließen, vermögen die Antragsteller mit ihren dahingehenden Einwänden gegen die erstinstanzliche Entscheidung demgegenüber nicht zu begründen.

Zu Unrecht stützen die Antragsteller ihre gegenteilige Auffassung darauf, das Bundesverfassungsgericht habe in seiner DAT/Altana - Entscheidung (BVerfGE 100, 289) nur bestimmt, dass der Börsenkurs (im Falle des Unternehmensvertrages) die Untergrenze der zu gewährenden Abfindung bilde. Dies ist zwar zutreffend, beinhaltet gleichwohl aber keine Aussage dahingehend, der Börsenkurs könne <u>ausschließlich</u> als Untergrenze herangezogen werden und

sei als Bewertungsmethode untauglich. Hierzu verhält sich die genannte Entscheidung nicht (insoweit wohl unzutreffend Bilda, NZG 2000, 296, 298; wie hier demgegenüber Sinewe, NZG 2002, 314, 317). Ausgesagt wird nämlich lediglich, dass allein aufgrund der Gewährleistung des Gedankens der freien Deinvestitionsentscheidung der Börsenkurs als Untergrenze heranzuziehen ist. Hiervon zu trennen ist die Frage, ob dem Börsenkurs eine darüber hinausgehende Aussagekraft als einem selbständigen Ansatz für eine Schätzung des (anteiligen) Unternehmenswertes beizumessen ist (so auch Hüttemann, ZGR 2001, 454, 466).

Ebenso lässt sich der genannten DAT/Altana - Entscheidung nicht entnehmen, die Heranziehung des Börsenkurses zur Bewertung des Unternehmensanteils diene ausschließlich dem Schutz der außenstehenden Aktionäre und dürfe deswegen nicht dazu missbraucht werden, eine Begrenzung der Abfindung bzw. des Umtauschverhältnisses zulasten der betroffenen Minderheitsaktionäre zu begründen. Zutreffend ist zwar, dass die Börsenkursrechtsprechung zum Schutz der Minderheitsaktionäre vom Bundesverfassungsgericht entwickelt wurde. Hierdurch sollte sichergestellt werden, dass den Aktionären im Fall des Unternehmensvertrages zumindest der Wert zuteil wird, den sie im Rahmen einer freien Verkaufs ihrer Aktien erhalten. Diesem Schutzzweck wird aber auch dann Rechnung getragen, wenn ihnen genau dieser Wert zuerkannt wird, selbst wenn damit gegenüber einem etwaigen Abstellen auf den Ertragswert des Unternehmens eine Beschränkung der Abfindung verbunden ist.

Schließlich geht ebenfalls die Auffassung fehl, durch ein alleiniges Abstellen auf den Börsenkurs werde die verfassungsrechtlich garantierte Funktion des Spruchverfahrens, den inneren Wert der beteiligten Gesellschaften zu ermitteln, nicht erfüllt. Zwar ist die Ansicht der Antragsteller zutreffend, wonach eine Begutachtung der Gesellschaften Einsichten bringen kann, die der Markt noch nicht kennt oder damals nicht kannte. In diesem Fall mag sich dann im Einzelfall die allein am Börsenwert ausgerichtete Unternehmensbewertung als fehlerhaft erweisen. Jedoch rechtfertigt diese theoretische Möglichkeit nicht die Forderung, es müsse generell aus verfassungsrechtlichen Gründen eine Begutachtung anhand der Ertragswerte erfolgen.

So ist für das Ertragswertverfahren anerkannt, dass ohne das Vorliegen konkreter Anhaltspunkte nicht stets eine umfassende gerichtliche Neubewertung vorzunehmen ist. Vielmehr muss bei der Anwendung des Ertragswertverfahrens selbst vor dem Hintergrund einer verfassungsrechtlichen Verpflichtung zur Gewährung einer angemessenen Abfindung nur konkreten Einwänden gegen die vorliegende Unternehmensbewertung nachgegangen werden, obgleich die theoretische Möglichkeit weitergehender Erkenntnisse im Fall einer kompletten Neubewertung nie restlos ausgeschlossen werden kann. Entsprechend lässt sich weder aus dem Grundsatz der Amtsermittlung noch aus höherstehendem Verfassungsrecht eine Pflicht der Gerichte zu Ermittlungen ins Blaue ableiten (vgl. OLG Stuttgart, NZG 2007, 112, 113; KK/Puszkaljer, Vorb. §§ 7 bis 11 Rdn. 20; MünchKommAktG/Bilda, 2. Aufl., § 306 Rdn. 16 mwNachw.).

Nichts anderes gilt für die Bewertung anhand des Börsenwertes. Liegen konkrete Bedenken gegen die Aussagekraft der Kurse vor, muss diesen nachgegangen werden. Ohne derartige Anhaltspunkte bedarf es ebenfalls bei der marktorientierten Bewertungsmethode von Verfassung wegen keiner umfassenden Begutachtung anhand des Ertragswertes allein aufgrund der Möglichkeit, dass hieraus zusätzliche Erkenntnisse gewonnen werden könnten (im Ergebnis ebenso Posdziech, WM 2010, 787, 791 ff.).

cc) Da – wie dargelegt - die zur Überprüfung der Umtauschrelation berufenen Gerichte weder aus einfach- noch aus verfassungsrechtlichen Gründen daran gehindert sind, eine Prüfung (ausschließlich) anhand der Börsenwerte der beteiligten Unternehmen vorzunehmen, stellt sich im Anschluss die Frage, ob es sich bei der Schätzung der Unternehmenswerte anhand der für deren Anteile an der Börse gezahlten Preise um eine (ebenfalls) geeignete sowie vertretbare Schätzmethode handelt (aaa)), und ob sie sich im vorliegenden Fall gegenüber der Ertragswertmethode als vorzugswürdig erweist (bbb)). Beide Fragen sind zu bejahen.

aaa) Die marktorientierte Methode ist nach Auffassung des Senats eine regelmäßig geeignete und vertretbare Schätzmethode zur Ermittlung des Wertes eines Unternehmens (ähnlich BGH, NJW 2001, 2080; Stilz, ZGR 2001, 875, 883;

Großfeld, BB 2000, 261, 265; Pilz, ZGR 2001, 187; Hüttemann, ZGR 2001, 459, 473; Steinhauer, AG 1999, 299; Aha AG 1997, 26; Götz DB 1996, 259, 262; Rodloff, DB 1999, 1149, 1150; Tonner, Festschrift K. Schmidt, 2009, 1085, 1589; Korsten, JurisPR-HaGesR 9/2009 Anm. 3; Weiler/Meyer, NZG 2003, 669, 670 f.; Sinewe, NZG 2002, 314, 316 f.; Weiler/Meyer, ZIP 2001, 2153, 2155; zurückhaltend BayObLG, Beschluss vom 28. Oktober 2010 – 3Z BR 071/00 -, Juris Rdn. 44 ff.; BayObLG, NJW-RR 1999, 109; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 31. Januar 2001 – 19 W 9/00 -, Juris Rdn. 50; Großfeld, BB 2000, 261; ders. Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., 59 und 309 ff.; Böcking, FS Drukarczyk, 2003, 59, 85; Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 4. Aufl., § 305 Rdn. 46a; Henze, in: Festschrift Lutter, 2000, 1101, 1111; Kopp, Zweifelsfragen des aktienrechtlichen Abfindungsanspruchs nach §§ 305, 320b AktG, 2002, 350 ff.; ablehnend BGH, AG 1967, 264; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 10. Juni 2009 – 26 W 1/07 -, Juris Rdn. 87 ff.; BayObLG, NZG 2003, 483; Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 108 ff; Olbrich, BfuP 2000, 454 ff; Posdziech, NZG 2010, 787, 792; ausdrücklich offen lassend OLG Stuttgart, AG 2007, 706, 708; vgl. dazu ebenfalls ua. BVerfG, NJW 2007, 828, 829; OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009 – 20 W 2/08 -, Juris Rdn. 94 und 122; OLG Stuttgart, ZIP 2009, 1059; OLG Stuttgart, DB 2003, 2429, 2430; Küting/Eidel, FB 1999, 225).

Dies ergibt sich naheliegend aus der Bedeutung des Kurses als Preis eines Unternehmensanteils und damit als beobachtbare Wertschätzung der Marktteilnehmer für die Aktie in einer freien Marktwirtschaft (α)). Das Ergebnis wird gestützt durch theoretische Überlegungen zur Börsenpreisbildung (β)). Schließlich bedarf es auch nicht deshalb einer anderen Einschätzung, weil der Preisbildungsprozess für einen Unternehmensanteil anderen Regeln unterliegen könnte als derjenige für ein ganzes Unternehmen (γ)).

α) Der Börsenkurs einer Aktie ist wie jeder Preis eines anderen Gutes als ein geeigneter Anhalt für den Wert des Gegenstandes, also hier des Unternehmensanteils, anzusehen, wobei der Wert des Unternehmens sich sodann aus der Summe der Werte der Unternehmensanteile ergibt.

Ausgangspunkt ist dabei zunächst, dass es keinen objektiven oder wahren Wert einer Sache im klassischen Sinne gibt (vgl. Welf Müller, FS Röhricht, 2005, 1015, 1021; Reuter, DB 2004, 2483, 2484; Stilz, ZGR 2001, 875, 882; Piltz, ZGR 2001, 185, 192 f.; Hüttemann, ZGR 2001, 454, 467; Böcking, FS Drukarczyk, 2003, 59, 62). Die Vorstellung, jedem Gegenstand liege ein innerer, von den konkreten Gegebenheiten und betroffenen Personen losgelöster Wert inne, geht nach mittlerweile als gesichert zu bezeichnender ökonomischer Erkenntnis fehl. Richtig ist vielmehr, dass eine Wertzumessung stets personen- und situationsbezogen zu erfolgen hat. Sinnvoll kann es daher nur sein, die Wertschätzung einer (gedachten) Person in einer konkreten Situation zu ermitteln.

Der Ort, an dem in einer Marktwirtschaft die Gesellschaftsmitglieder ihre Wertschätzung zum Ausdruck bringen, ist der Markt. Der Wert, bei dem die Preisvorstellung der meisten Anbieter mit den Zahlungsbereitschaften der meisten Nachfrager in Einklang stehen, ist der auf dem Markt sich bildende Marktpreis. Er beinhaltet damit den größtmöglichen Konsens zwischen den Marktteilnehmern über den Wert der Sache (vgl. etwa Steinhauer, AG 1999, 299, 302). Zugleich stellt er im Regelfall den Verkehrswert der Sache dar, nämlich den Wert, der zu einem bestimmten Zeitpunkt im gewöhnlichen Geschäftsverkehr für einen Gegenstand zu erzielen ist (vgl. etwa § 194 BauGB). Da es – wie dargelegt - keinen wahren Wert einer Sache gibt, ist es naheliegend, für Bewertungszwecke allein auf den Verkehrswert und damit grundsätzlich auf die Bewertung durch die Marktteilnehmer abzustellen (vgl. auch Pilz, ZGR 2001, 185, 195; Welf Müller, FS Röhricht, 2005, 1015, 1021; Luttermann, ZIP 1999, 45, 47).

Der Verkehrswert des Unternehmensanteils ist der Börsenkurs. Dass es sich dabei um eine gewisse Vereinfachung handelt, weil es <u>den</u> Börsenkurs nicht gibt, sondern für unterschiedliche Börsen und verschiedene Zeitpunkte an einem Tag sich jeweils zum Teil differierende Preise bilden (vgl. Pilz, ZGR 2001, 185, 195), ist lediglich Folge einer hohen Ausdifferenzierung der Kapitalmärkte und ändert an der grundsätzlichen Überlegung nichts.

Geht es mithin um die Bewertung des Anteils an einer börsennotierten Aktiengesellschaft, ist es unmittelbar plausibel, den Börsenkurs als hierfür relevanten Marktpreis heranzuziehen. Es ist die denkbar einfachste und zudem naheliegende Bewertungsmöglichkeit. Sie findet in einfach gelagerten Schadensersatzprozessen unbesehen Anwendung und entspricht dem Vorgehen bei der Bewertung von Immobilien oder sonstigen Waren. So betrachtet stellt eine fundamentalanalytische Bewertung des Unternehmens, die den (hypothetischen) Wert des Unternehmens ermittelt, um hieraus den Wert des Unternehmensanteils abzuleiten, das Bewertungsproblem im Ansatz von den Füßen auf den Kopf. Existiert für bestimmte Unternehmensanteile - wie etwa den Anteilen einer GmbH, einer GbR oder einer OHG - kein Markt, ist man gezwungen, indirekt vorzugehen. Hierzu wird zunächst ein Verkehrswert für das gesamte Unternehmen aus Sicht eines gedachten bestinformierten Käufers ermittelt, den es in der Realität allerdings nicht gibt. In einem zweiten Schritt wird sodann der Wert des Anteils hieraus abgeleitet. Demgegenüber ist bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft ein Marktpreis für den Unternehmensanteil beobachtbar. Demgemäß ist dort die zuvor beschriebene indirekte Methode vom Ansatz her zunächst eher fernliegend und bedarf der Rechtfertigung. Nicht der Börsenkurs ist die Ersatzgröße, sondern der anteilige Ertragswert ist die Ausweichlösung, die benutzt werden muss, wenn keine Marktpreise existieren (so auch Busse v. Colbe, Festschrift Lutter, 2000, 1053, 1062). Entsprechend beinhaltet die Heranziehung des Ertragswertes in diesen Fällen implizit die Hypothese, dass der Börsenkurs als beobachtbarer Preis der Aktie nicht dem Wert entspricht, der bei einem normalen Geschäftsverlauf für den Unternehmensanteil zu erzielen wäre.

Zugleich ist nicht zu verkennen, dass dieser Ansatz der Tendenz nach mittlerweile Eingang in die höchstrichterliche Rechtsprechung gefunden hat. Nach dem grundlegenden Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999 (vgl. BVerfGE 100, 289) hat auch der Bundesgerichtshof seine Haltung gegenüber dem Börsenkurs grundlegend geändert. So hieß es in der Entscheidung des Bundesgerichtshofs vom 30. März 1967 (NJW 1967, 1464) noch sinngemäß, der Börsenkurs hänge von zufallsbedingten Umsätzen, von spekulativen Einflüssen und sonstigen nicht wertbezogenen Faktoren wie politischen Ereignissen, Gerüchten, Informationen, psychologischen Momenten oder einer allgemeinen

Tendenz ab, weswegen es ausgeschlossen sei, der Berechnung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs zugrunde zu legen (kritisch hierzu ua Busse von Colbe, Festschrift Lutter, 2000, 1053, 1058 ff.). Diese grundsätzlich ablehnende Haltung ist mit der Entscheidung des Bundesgerichtshofs vom 12. März 2001 (NJW 2001, 2080) hingegen einer deutlich positiveren Grundeinstellung gewichen. Dort ist nunmehr die Rede davon, dass der Verkehrswert in der Regel mit dem Börsenwert identisch sei. Die Gleichstellung von Börsen- und Verkehrswert beruhe auf der Annahme, dass die Börse auf der Grundlage der ihr zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Gesellschaftsunternehmens, um dessen Aktien es gehe, zutreffend bewerte, der Erwerber von Aktien sich an dieser Einschätzung durch den Markt orientiere und sich daher Angebot und Nachfrage danach regulierten, so dass sich die Marktbewertung in dem Börsenkurs der Aktien niederschlage.

Hinzu kommt eine Aufwertung des Börsenkurses auch seitens des Gesetzgebers durch die Einführung von § 31 Abs. 1 Satz 2 WpÜG (vgl. Tonner, Festschrift K. Schmidt, S. 1581, 1590; Weiler/Meyer, NZG 2003, 669, 670). Hiernach ist ausdrücklich vorgesehen, dass bei der Bestimmung der Gegenleistung für ein Übernahmeangebot der Börsenkurs der Zielgesellschaft für die Anteilsbewertung Berücksichtigung finden muss (zur ökonomischen Vergleichbarkeit mit anderen Bewertungsanlässen vgl. Böcking, Festschrift Drukarczyk, 2003, 59, 68). Damit geht einher die in der Begründung des Regierungsentwurfes zum Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich zum Ausdruck gebrachte Einschätzung des (damaligen) Gesetzgebers, wonach auf einem funktionierenden Kapitalmarkt der Markt die richtige Unternehmensbewertung liefere (BT-Drucks. 13/9712, S. 13).

β) Vorstehende allgemeine Überlegungen werden gestützt durch theoretische Erwägungen zur Bildung eines Kurses, auf deren Grundlage sodann auch die Beziehung zwischen dem Kurs als Preis eines Unternehmensanteils und der hier maßgeblichen Frage nach dem Wert des gesamten Unternehmens eine Verdeutlichung erfährt.

Ausgehend von dem Anlagekalkül eines gedachten rationalen Anlegers entspricht der Wert einer Aktie der Summe aller zukünftig zu erwartenden Dividenden, abgezinst auf den gegenwärtigen Zeitpunkt (vgl. zu dem vorstehenden Kalkül die entsprechende mathematische Formel etwa bei Weber, ZGR 2004, 280, 283; Steinhauer, AG 1999, 299, 303). Die Bewertung folgt daher im Prinzip derjenigen eines Unternehmens nach der Ertragswertmethode, allein mit dem Unterschied, dass hier von den zukünftigen Dividenden auf den Wert der Aktie geschlossen wird, statt von den zukünftigen Erträgen auf den Wert des Unternehmens (Steinhauer, AG 1999, 299, 303; Hommel/Braun, BB 2001, Beilage, 10 f.).

Dabei wird allerdings ein rationaler Investor unterstellt, der zudem über alle denkbaren Informationen verfügt. Beides ist regelmäßig nicht gegeben; jedenfalls dann nicht, wenn man sich das Bild des typischen Kleinaktionärs als potentiellen Investor vor Augen führt. Der Anleger kleiner Beträge dürfte sich häufig weder rational verhalten und noch viel weniger über alle denkbaren Informationen verfügen, die für die Höhe der zukünftigen Dividenden von Relevanz sein könnten.

Gleichwohl unterliegt die Güte des Preisbildungsprozesses keinen durchgreifenden allgemeinen Bedenken. Ausreichend für die prinzipielle Geeignetheit des Börsenkurses zur Abbildung des Wertes eines Unternehmensanteils ist nämlich eine mittelstrenge Kapitalmarkteffizienz. Für deren Vorliegen streiten vornehmlich ein Aggregations- und ein Arbitrageargument. Die gegen diese Beurteilung der Kapitalmärkte angeführten grundsätzlichen Erwägungen vermögen den Senat demgegenüber nicht zu überzeugen.

Das angesprochene Problem, dass die Güte rationaler Erwartungs- und damit Preisbildung immer vom Stand der jeweiligen Informationen abhängig sind, führt zu einer allgemein anerkannten Abstufung der Kapitalmarkteffizienz. Unterschieden wird zwischen Informationseffizienz im schwachen, im mittelstrengen und im strengen Sinne (vgl. Steinhauer, AG 1999, 304 ff.; Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, 84 ff.; Komp, Zweifelsfragen des aktienrechtlichen Abfindungsanspruchs nach §§ 305, 320b AktG, 2002, 372 ff.). Die schwache Form sagt nicht mehr, als dass in

Wertpapierpreisen alle Informationen enthalten sind, die sich aus der vergangenen Preisentwicklung gewinnen lassen. Diese Hypothese wird kaum noch bestritten (vgl. Steinhauer, AG 1999, 304), da andernfalls allein aus der Kursentwicklung der Vergangenheit auf die zukünftige Kursentwicklung geschlossen werden könnte und man sich diesen Zusammenhang zu Nutze machen könnte (Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, 93). Nach der starken Form reflektieren Aktienkurse sämtliche überhaupt existierenden Informationen über das Papier. Sie ist ebenfalls kaum überzeugend, weil es nach ihr das bekannte Phänomen des Insiderhandels nicht gäbe. Maßgeblich diskutiert wird nur die mittelstarke Form der Informationseffizienz, wonach in die Wertpapierkurse zwar nicht alle vorhandenen, aber doch alle der Öffentlichkeit zugänglichen Informationen Eingang finden (diese Form befürwortend etwa auch Friedl, BB 2002, 1157, 1158).

Dass angesichts des zu beobachtenden irrationalen Verhaltens einzelner Anleger, die zudem über kaum namhafte Informationen bei ihrer Anlageentscheidung verfügen, gleichwohl die mittelstarke Form der Informationseffizienz als gegeben anzusehen ist, kann im Wesentlichen auf zwei Argumente gestützt werden, die jeweils auf das Ergebnis des Verhaltens aller Marktteilnehmer im Gegensatz zu dem Verhalten des Einzelnen abstellen.

Das eine Argument ist das Aggregationsargument (vgl. Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, 136 f.). Hiernach besteht begründete Hoffnung dafür, dass sich die unzähligen, für den Marktpreis ausschlaggebenden Transaktionsentscheidungen voneinander unabhängiger Fehleinschätzungen, Misskalkulationen und Irrationalitäten gegeneinander aufheben. Das andere Argument ist das Arbitrageargument (vgl. dazu etwa Weber, ZGR 2004, 280, 296). Hiernach werden etwaige fehlerhafte Kurse, die kurzfristig als Folge von Transaktionen schlecht informierter, irrationaler Marktakteure auftreten, von den gut informierten, professionellen Anlegern als solche erkannt und zum Zwecke eigener Gewinnmaximierung ausgenutzt. Die Ausnutzung etwaiger Wissensvorsprünge und überlegener Entscheidungsregeln durch professionelle Anleger führt danach dazu, dass die Kurse jedenfalls kurzfristig immer wieder an die Stelle kommen, die ihnen die am besten

informierte und rational kalkulierende Anleger beimessen würden (vgl. Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, 137 f.).

Auf der Grundlage der vom Senat als plausibel erachteten mittelstarken Informationseffizienz der Kapitalmärkte lässt sich wiederum den Börsenkursen ihre Aussagekraft als Verkehrswerte der Unternehmensanteile nicht abstreiten. Dabei ist ergänzend zu konstatieren, dass je näher die Kapitalmärkte der Vorstellung einer starken Informationseffizienz kommen, desto eher ist der Börsenpreis ein Abbild des Aktienwertes, der ihm ein gedachter, bestinformierter rationaler Marktteilnehmer beimessen würde (Steinhauer, AG 1999, 299, 305; Stilz, ZGR 2001, 875, 881) und desto vorbehaltloser kann er zur Bestimmung des (Verkehrs-)Wertes einer Aktie herangezogen werden.

Die gegen das dergestalt begründete Vertrauen in die vorgenannte (mittelstarke) Informationseffizienz der Kapitalmärkte vorgebrachten Bedenken vermögen den Senat demgegenüber nicht zu überzeugen.

Mit Blick auf die Rationalität des Bewertungskalküls wird zwar vorgebracht, das Anlageverhalten der Marktteilnehmer sei auf eine nur kurzfristige Bewertungsperspektive konzentriert. Zutreffend käme es bei der Bewertung des Fundamentalwertes der Aktie aber nicht auf kurzfristige Kurssteigerungen, sondern auf die langfristige Ertragserwartung des Unternehmens an (vgl. auch Welf Müller, FS Röhricht, 2005, 1015, 1025 f).

Diese Sicht ist – jedenfalls für sich genommen – jedoch nicht stichhaltig. Zutreffend ist zwar, dass der durchschnittliche Anleger sich regelmäßig auf eine endliche Haltefrist der Aktien beschränkt. Sein Kalkül setzt sich also zusammen aus den abgezinsten Dividenden und dem abgezinsten Wiederverkaufswert der Aktie. Übersehen wird dabei jedoch die Bildung des Wiederverkaufswertes. Dieser entspricht seinerseits der im Zeitpunkt des Wiederverkaufs erwarteten zukünftigen Dividenden abgezinst auf diesen Zeitpunkt, wobei mangels besseren Anhaltes die im Zeitpunkt des Wiederverkaufs erwarteten zukünftigen Dividenden gleich den aus heutiger Sicht für diesen Zeitraum erwarteten Dividenden sind. Insgesamt

ergibt dies die Summe aller zukünftig erwarteten Dividenden bezogen auf den heutigen Zeitpunkt (vgl. Steinhauer, AG 1999, 299, 303). Daraus folgt sogleich, dass ein etwaig kürzeres Bewertungskalkül des einzelnen Anlegers per se nicht zu einer verkürzten Perspektive der Marktteilnehmer führt.

Ein weiterer gegen die Rationalität der Marktteilnehmer angeführter Einwand wird mit dem so genannten Herdenverhalten begründet. So würden aufgrund der Komplexität des Entscheidungsproblems einer sachgerechten Investition in Aktien viele Investoren ihr Verhalten an den Verhaltensmustern anderer Marktteilnehmer ausrichten. Die Tendenz steigender Kurse würde sich entsprechend verstärken, ebenso wie sich die Tendenz fallender Kurse potenzieren könnte. Gäbe es zudem Anleger, die über dieses Phänomen informiert wären, würden diese die sich ohnehin selbstverstärkende Tendenz für sich nutzen und damit ihrerseits weiter forcieren (vgl. Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, 149 ff.). Selbst wenn aber kurzfristig der Kurs von einem derartigen Anlageverhalten beeinflusst sein sollte, vermag die Vorstellung auf längere Sicht kaum zu überzeugen. In der reinen Form hätte sie unendlich fallende oder steigende Kurse zur Folge, die als solche nicht beobachtbar sind. Besteht sie hingegen nicht in der reinen Form, bedarf es korrigierender – regelmäßig nicht näher begründbarer - Annahmen. Ferner ist bei Bestehen eines insoweit annahmegemäß nur begrenzten Herdenverhaltens nicht überzeugend zu erklären, warum rationale, wohl informierte Anleger ihre Kenntnis einer Fehlbewertung der meisten anderen, dem begrenzten Herdenverhalten verhafteten Marktteilnehmer nicht zum eigenen Vorteil ausnutzen und dem vorübergehenden Trend gerade entgegengesetzt sich verhalten.

Weiterhin wird das Argument des Dispositionseffektes angeführt. Hierunter versteht man eine angebliche Neigung der Anleger, ihre Investitionsentscheidung davon abhängig zu machen, zu welchem Einstandspreis sie ein bestimmtes Wertpapier erworben haben (vgl. Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, 144). Bei fallenden Börsenpreisen werde daher tendenziell zu lange mit dem Verkauf der Aktie gewartet, bei steigenden Preisen werde zu früh verkauft. Selbst wenn bei einzelnen Anlegern ein derart irrationales Verhalten zu beobachten ist, dürfte es aber kaum das

Marktverhalten bestimmen. So wirkt es etwa im Blick auf das Herdenverhalten mit genau entgegen gesetzter Tendenz. Es führt zur Abschwächung von Kursschwankungen. Die im Aggregationsargument enthaltene Vermutung, unterschiedliche Tendenzen könnten sich gegeneinander aufheben, ist insoweit nicht fernliegend.

Nicht auszuschließen sind allerdings (kurzfristige) Situationen, in denen der Preis eines Unternehmensanteils durch frühere Kauf- oder Verkaufsentscheidungen auf dem Markt für Derivate bestimmt wird. Dies war etwa – wie die Antragsgegnerin zu Recht darlegt - bei dem ansonsten nicht erklärbaren Anstieg des Kurses der VW-Aktie im Oktober 2008 der Fall. Ebenso ist es denkbar, dass der Kurs einer Aktie etwa vorübergehend durch deren Aufnahme in einen Aktienindex bestimmt wird, weil dies zu einer kurzfristig einsetzenden Nachfrage der Betreiber von Indexfonds führt und diese - jedenfalls nicht unmittelbar - vom Markt ohne entsprechenden Kursanstieg bedient werden kann (vgl. zu weiteren Beispielen nicht vom Wert der Aktie bestimmten Marktverhaltens Weber, ZGR 2004, 280, 290)

Jeweils handelt es sich jedoch nur um kurzfristige Kursanomalien, die ihrerseits kein Zeichen eines irrationalen oder fehlinformierten Marktverhaltens sind, sondern nur Ausdruck von vorübergehend auftretenden Angebots- und Nachfrageschwankungen. Derartige besondere Ereignisse sind daher bei der Bewertung eines Unternehmensanteils mittels der Kurse im Blick zu halten und können sogar – über einen gewissen Zeitraum hinweg – zur fehlenden Brauchbarkeit der Preise für Bewertungszwecke dienen. Grundsätzlich in Frage zu stellen vermögen sie die Aussagekraft der Börsenkurse aber nicht.

Soweit schließlich noch auf starke Kursschwankungen insbesondere zur Zeit der Finanzkrise hingewiesen wird, um die fehlende Relevanz von Börsenkursen zu belegen, vermag dieses Argument bereits deshalb nicht zu überzeugen, weil tatsächlich die Erwartungen für die Zukunft aufgrund der starken Erschütterungen auf den Märkten in hohem Maße ungesichert waren, folglich neue Informationen zu entsprechend nachhaltigen Korrekturen der Erwartungen über die zukünftigen Zahlungsströme führten und konsequent in den Kursen ihren Ausdruck fanden.

Wertschwankungen sind entsprechend nicht Ausdruck einer irrationalen oder zufälligen und damit unbeachtlichen Preisbildung, sondern Folge der Situationsbezogenheit jeder Wertzumessung. Folglich sind auch im Wege des Ertragswertverfahrens geschätzte Werte im Zeitablauf nicht konstant, sondern verändern sich und dies in Zeiten starker Verunsicherung besonders nachhaltig (vgl. auch Komp, Zweifelsfragen des aktienrechtlichen Abfindungsanspruchs nach §§ 305, 320b AktG, 2002, 370 f.)

Über den Einwand fehlender Rationalität hinaus wird auf die fehlende Informiertheit der Marktteilnehmer verwiesen (vgl. hierzu etwa OLG Düsseldorf, Beschluss vom 10. Juni 2009 – 26 W 1/07 -, Juris Rdn. 89 ff.). Dem Argument zufolge verfügen die einzelnen Markteilnehmer zwar häufig über allgemeine Informationen, die für den Erfolg des Unternehmens von Bedeutung sind, wie etwa Absatzpreise, Konkurrenzprodukte, Lohnentwicklungen etc (im Folgenden unternehmensbezogene Informationen). Anders verhielte es sich aber häufig in Bezug auf die unternehmensspezifischen Informationen, die die inneren Verhältnisse der Gesellschaft betreffen, wie Kostenstrukturen, Absatzplanungen oder künftige Unternehmensstrategien. Mit Blick auf solche Daten verfügten die Marktteilnehmer über eine sehr viel geringere Kenntnis als etwa ein professioneller Bewerter des Unternehmens. Dass der Markt insoweit nicht hinreichend informiert sei, zeige sich nicht zuletzt an der vor Unternehmenskäufen üblichen Due Dilligence, bei der der Käufer unter Aufwendung zum Teil erheblicher finanzieller Mittel sich zunächst ein konkretes Bild über das zu kaufende Objekt zu verschaffen versuche und wesentliche (zusätzliche) Informationen über die Gesellschaft im Wege einer gesonderten Prüfung einhole. Wären all diese Informationen bereits im Börsenkurs enthalten, würde sich dieser florierende Geschäftszweig nicht rentieren (vgl. Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, 264; Hommel/Braun, BB 2001, Beilage, 10, 12; Großfeld, BB 2000, 261, 265; vgl. auch LG Köln, Beschluss vom 24. Juli 2009 – 82 O 10/08 -, Juris Rdn. 156).

Doch auch dieser Aspekt vermag letztlich nicht zu überzeugen. Zutreffend ist zwar insoweit, dass die mit der Erstellung eines Ertragswertgutachtens beauftragten Bewerter regelmäßig einen besseren Informationsstand haben, soweit es die

unternehmensspezifischen Daten anbelangt (vgl. etwa Hommel/Braun, BB 2001, Beilage, 10, 12). Sie sind genauer informiert über Kostenstrukturen, gegenwärtige und vergangene Erträge sowie insbesondere die zukünftige Unternehmensplanung. Während sich die Börse auf extern zugängliche Informationen verlassen muss, wie etwa Jahresabschlüsse, Ad-hoc Mitteilungen oder Quartalsberichte, sind dem Gutachter in der Regel die unternehmensinternen Informationen zugänglich (vgl. zur unterschiedlichen Informationsbasis etwa Welf Müller, FS Röhricht, 2005, 1015, 1025 f.).

Ebenso richtig ist, dass die Kenntnis derartiger Informationen in aller Regel Auswirkungen auf den Wert des Unternehmensanteils hat, mithin ein umfangreicheres Wissen über unternehmensspezifische Daten zu einer realistischeren Erwartungsbildung über zukünftige Dividenden und damit zugleich zu einer verlässlicheren Preisbildung führt. Insoweit ist die Effizienz der Kapitalmärkte nicht zuletzt von der rechtlichen Ausgestaltung der Informationspflichten für börsennotierte Aktiengesellschaften geprägt (vgl. Veil, in: Spindler/Stilz, AktG, § 305 Rdn. 51).

Unabhängig davon, dass es sich um vorübergehende, bis zur entsprechenden Veröffentlichung der Informationen begrenzte Phänomene handelt, kommt jedoch entscheidend hinzu, dass diese Sichtweise zu stark auf die unternehmensspezifischen Informationen focusiert und dabei die unternehmensbezogenen Informationen vernachlässigt. So wird der Wert eines Unternehmensanteils bzw. die Möglichkeit des Unternehmens, in der Zukunft hohe Dividenden auszuschütten, nicht nur von den unternehmensspezifischen, sondern mindestens in gleichem Maße von den unternehmensbezogenen Daten geprägt. Dabei werden – wie bereits erwähnt - unter den unternehmensbezogenen Daten alle vom Untenehmen nicht direkt beeinflussbaren Umstände verstanden, die im weitesten Sinne dessen Marktumfeld ausmachen und als solche eine jedenfalls beachtenswerte Rolle für den zukünftigen Erfolg des Unternehmens haben. Dies trifft auf die bevorstehende Entwicklung von Konkurrenzprodukten oder die zukünftige Verknappung benötigter Rohstoffe ebenso zu wie für die Änderungen in der gesamtwirtschaftlichen Lage oder den geplanten Wechsel im Einkaufsverhalten eines Großabnehmers.

Weitere Beispiele für nicht vorhersehbare Änderungen bei den unternehmensbezogenen Daten nennt die Antragsgegnerin selbst, um das negative Abweichen der tatsächlichen Entwicklung im Jahr 2006 von der Prognose für dieses Jahr zu erläutern. Genannt werden vornehmlich die Verschärfung des Wettbewerbs durch die geschäftliche Neupositionierungen eines Wettbewerbers oder die Fusion zweier anderer Wettbewerber, ein geändertes Regulierungsverhalten des Bundeskartellamtes sowie eine zum Nachteil der Antragsgegnerin ausgefallene Entscheidung der Bundesnetzagentur.

Der Preismechanismus stellt sicher, dass all diese Informationen in die Preisfindung über eine erhöhte Nachfrage oder eine Steigerung des Angebotes Eingang finden, ohne dass ein einzelner über die Gesamtheit der Informationen verfügen müsste oder auch nur verfügen könnte (vgl. zur Informationseffizienz der Preise etwa Hayek, The Use of Knowledge in Society, American Economic Review, 35, 519; Streit, Theorie der Wirtschaftspolitik, 6. Aufl., S. 82 ff.). Entsprechend geht es professionellen Marktteilnehmern auch nicht um das Auffinden absoluter Unter- oder Überbewertungen. Für sie reicht das Aufspüren von relativen „Ungereimtheiten" in den Preisen und damit verbundenen Arbitragemöglichkeiten. Auf diese Weise wird etwa die neu gewonnene Information über ein mögliches Substitut umgesetzt in den Preis für das in Rede stehende Produkt, ohne dass irgendein Akteur auf dem Markt für das zu bewertende Produkt und sogar nicht einmal der die Arbitragemöglichkeit ausnutzende professionelle Händler Kenntnis über den Grund der Preisverschiebung hätte oder haben müsste.

Insoweit besteht berechtigter Grund zu der Annahme, dass ein Gutachter zwar besser informiert ist über die unternehmensspezifischen Daten, der Markt vermittels der Gesamtheit aller am Preisbildungsprozess beteiligter Marktteilnehmer aber eine weitaus größere Fülle unternehmensbezogener Daten verarbeitet hat und dass deren Erfassung einem einzelnen Gutachter in ihrer Fülle zugleich unmöglich wäre (auf die Vielzahl der Meinungen der Marktteilnehmer abstellend Hommel/Braun, BB 2001, Beilage, 10, 12).

In Konsequenz ist daher dem Börsenkurs nicht allein aufgrund bestehender, etwaiger Informationsdefizite der einzelnen Marktteilnehmer gegenüber einem internen Gutachter die Relevanz als Schätzer für den Verkehrswert des Anteils abzusprechen. Stattdessen ist nur ein strukturelles Defizit des Börsenkurses mit Blick auf die frühzeitige Erfassung unternehmensspezifischer Informationen anzuerkennen und Zweifel an der Validität seiner Aussagekraft in solchen Fällen zu hegen, in denen dem Markt – im Gegensatz zum internen Gutachter – erkennbar wesentliche Informationen vorenthalten geblieben sind (so auch Hüttemann, ZGR 2001, 459, 477; ähnlich Götz, DB 1996, 259, 264).

Umgekehrt erlangt der Marktpreis aber als Anhalt für den Wert eines Unternehmensanteils umso größere Bedeutung, je mehr es auf eine große Vielzahl unternehmensbezogener Informationen ankommt oder aber gerade externen, vom Unternehmen nicht beeinflussbaren Umständen wie dem politischen Umfeld oder der allgemeinen technischen Entwicklung eine herausragende Bedeutung für den Wert des Unternehmens beizumessen ist. Zumindest ersteres ist in zunehmendem Maße der Fall, in dem das Unternehmen auf einer Fülle von Märkten für unterschiedliche Produkte in unterschiedlichen Ländern agiert und daher eine sinnvolle Expertise die immer umfassendere Erfassung unterschiedlichster Bereiche erfordert. Umso frühzeitiger ist nämlich ein einzelner Gutachter an die Grenzen seiner Informationsverarbeitungskapazitäten angelangt und umso tragender wird der Preis als einmaliges Informationsverarbeitungssystem.

γ) Vorgenanntes Ergebnis bedarf auch nicht deshalb einer geänderten Einschätzung, weil der Preisbildungsprozess für einen Unternehmensanteil anderen Regeln unterliegt als derjenige für ein ganzes Unternehmen.

Zutreffend wird insoweit zwar darauf hingewiesen, dass es bei Verschmelzungen wie hier nicht um eine Bewertung des einzelnen Anteils, sondern um eine Bewertung des gesamten Unternehmens geht (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. März 2006 - 20 W 5/05 -, Juris Rdn. 33). Demgemäß ist nicht der Wert des Unternehmensanteils, sondern derjenige des gesamten Unternehmens zu schätzen (vgl. etwa Hüffer, § 305 Rdn. 24c; Welf Müller, FS Röhricht, S. 1015,

1024; 1029 f.; Olbrich, BFuP 2000, 454, 459). Beobachtbare Preise in Form von Aktienkursen liegen aber regelmäßig nur für die Anteile vor. Gleichwohl stellt der Börsenwert aus Produkt des Börsenkurses mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien eine geeignete Schätzmethode für die Ermittlung des Unternehmenswertes dar (aA dezidiert zuletzt LG Köln, Beschluss vom 24. Juli 2009 – 82 O 10/08 -, Juris Rdn. 156). Denn die Preisbildung für Aktien vollzieht sich nicht nach grundlegend anderen Erwägungen als diejenige für das gesamte Unternehmen (aA scheinbar für den Regelfall, von dem allerdings erkennbar Ausnahmen zugelassen werden, BGH, NJW 2001, 2080, 2082; WM 1984, 1506). Insoweit werden zwar gegen die These gleicher Kriterien bei der Preisbildung von Aktien und ganzen Unternehmen zahlreiche Einwände erhoben. Sie sind jedoch im Ergebnis nicht derart gewichtig, als dass sie die Geeignetheit des Börsenwertes generell in Frage stellen könnten. Vielmehr führen sie nur insgesamt dazu, dass es sich bei dem Börsenwert wie auch bei dem gutachterlich ermittelten Ertragswert um keinen feststehenden Wert, sondern lediglich um eine Schätzung für den Wert der Gesellschaft handelt (so auch Stilz, ZGR 2001, 875, 885).

Ein erster Einwand bezieht sich auf den angeblich unterschiedlichen Zeithorizont des Käufers einer Aktie gegenüber dem Käufer eines Unternehmens. Während der Aktienkäufer auf kurzfristige Anlagegewinne aus sei, verfolge der Unternehmenskäufer langfristige Ertragschancen der Gesellschaft (vgl. Olbrich, BFuP 2000, 454, 461).

Dieser Einwand ist unberechtigt, wie bereits zuvor im Rahmen der Darstellung eines rationalen Anlagekalküls aufgezeigt worden ist. Auch ein Anleger, der maßgeblich an dem Wiederverkaufswert der Aktie und damit an kurzfristigen Kursgewinnen interessiert ist, folgt einem langfristigen Gewinnmaximierungskalkül.

Weiterhin wird geltend gemacht, der Käufer eines Unternehmens habe eine grundsätzlich andere Einstellung zur Geschäftspolitik der Gesellschaft als der Käufer einer Aktie. Der Käufer einer Aktie nehme die Geschäftspolitik als gegeben hin. Er könne sie nur bewerten, aber nicht beeinflussen. Demgegenüber sei für den Käufer des gesamten Unternehmens die Geschäftspolitik kein

hinzunehmendes Faktum. Im Gegenteil suche er sich für seine Kaufentscheidungen gerade solche Unternehmen aus, deren Gewinne er durch eine geänderte Unternehmenspolitik zu steigern erhoffe (vgl. LG Köln, Beschluss vom 24. Juli 2009 – 82 O 10/08 -, Juris Rdn. 191 ff.: Olbrich, BFuP 2000, 454, 460; Welf Müller, FS Röhricht, 1015, 1026; Adolff, S. 74). Nicht zuletzt aufgrund dessen seien am Markt sogenannte Paketzuschläge zu beobachten, deren Höhe regelmäßig mit 20 bis 25 % angegeben werde (vgl. Matschke/Brösel, Unternehmensbewertung, 3. Aufl. S. 638).

Wenngleich das Argument im Ansatz zutreffend ist, vermag es im Ergebnis zu keiner gegenteiligen Beurteilung der marktorientierten Schätzung des Unternehmenswertes zu führen, weil damit zugleich die Möglichkeiten des Ertragswertverfahrens überschätzt werden. Auch im Rahmen des Ertragswertverfahrens sind nämlich geschäftspolitische Entscheidungen sowie darauf aufbauende Planungen und Prognosen vom Gutachter und anschließend vom Gericht im Grundsatz hinzunehmen und lediglich auf ihre Plausibilität hin zu beurteilen (vgl. Senat, ZIP 2010, 729). Es erfolgt gerade nicht die Bewertung durch einen hypothetischen Käufer des Unternehmens, der alternative Unternehmenskonzepte entwickelt, personelle Umstrukturierungen in Betracht zieht, alternative Märkte sowie Vertriebskanäle erwägt sowie Synergieeffekte mit eigenen Ressourcen beachtet und anschließend die Alternativen auf ihre Gewinnchancen hin überprüft (insoweit unrealistisch etwa Komp, Zweifelsfragen des aktienrechtlichen Abfindungsanspruchs nach §§ 305, 320b AktG, 2002, 376). Stattdessen basiert auch im Ertragswertverfahren die Bewertung auf der als im Wesentlichen gegeben hinzunehmenden Unternehmensplanung. Alles andere würde den Gutachter und erst Recht das Gericht bei Weitem überfordern. Insoweit erfolgt eine Bewertung im Wesentlichen auf der Grundlage eines bestehenden Unternehmenskonzeptes. Damit werden sich aus der Unternehmenskontrolle ergebende zusätzliche Handlungsmöglichkeiten weitgehend ausgeblendet und erfahren jedenfalls faktisch ebenfalls im Ertragswertverfahren keine gesonderte Bewertung.

Ferner wird eingewandt, der Verkehrswert für Unternehmensanteile sei deswegen anders zu beurteilen als derjenige für das gesamte Unternehmen, weil die

jeweiligen Gegenstände unterschiedlich verkehrsfähig seien. Im Gegensatz zu einer Gesellschaft lasse sich ein einzelner, börsennotierter Anteil relativ unproblematisch ohne Aufwendung nennenswerter Transaktionskosten jederzeit an der Börse verkaufen, was zu anderen Bewertungen führen müsse (vgl. zur Verkehrsfähigkeit als Bewertungskomponente etwa Welf Müller, FS Röhricht, 2005, 1015, 1023).

Auch dieser Gesichtspunkt ist im Kern zutreffend, findet aber ebenfalls bei der Ertragswertmethode regelmäßig keine Modifikation und kann mithin nicht dazu dienen, dem Börsenwert die Eigenschaft eines geeigneten Schätzers für den Verkehrswert des Unternehmens abzusprechen.

Insoweit wird zwar im Rahmen der Ertragswertmethode in der Literatur ein Fungibilitätszuschlag - auch Immobilitätszuschlag genannt (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rdn. 919 ff.) - zum Basiszins mit dem Argument diskutiert, Unternehmen(santeile) seien deutlich weniger leicht veräußerlich als die Vergleichsanlage einer Staatsanleihe. Diesem Unterschied, der für die Wertzumessung eine wichtige Rolle spiele, müsse dadurch Rechnung getragen werden, dass die zu fordernde Vergleichsrendite entsprechend höher anzusetzen sei, als bei hoch liquiden Staatsanleihen (vgl. Barthel, DB 2003, 1181; ablehnend OLG München, Beschluss vom 14.05.2007 - 31 Wx 87/06 -, Juris Rdn. 30; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rdn. 920 ff.). Dieser Aspekt, der folgerichtig vornehmlich immer dann von Bedeutung ist, wenn es nicht um die Bewertung eines Anteils, sondern – wie hier - um die Bewertung des gesamten Unternehmens geht, hat gleichwohl – von Ausnahmen abgesehen (vgl. etwa OLG Düsseldorf, Beschluss vom 31.03.2006 I-26 W 5/06 AktE -, Juris Rdn. 52) - bislang regelmäßig keinen Eingang gefunden in die (übliche) Handhabung der Ertragswertermittlung etwa im Rahmen von Verschmelzungen. So wird in den Empfehlungen des IDW zwar ein Risikozuschlag diskutiert, Liquiditätszuschläge finden hingegen keine Erwähnung (vgl. zuletzt IDW 2008 S. 23). Entsprechend ist auch vorliegend der angewandte Basiszins von der Antragsgegnerin um keinen Liquiditätszuschlag erhöht worden (vgl. Übertragungsbericht S. 260 f.), was ebenfalls von den Antragstellern nicht angegriffen worden ist. Findet aber die unterschiedliche Liquidität der Titel keine Berücksichtigung bei der

Ertragswertmethode, lässt sich mit dem Argument der gesonderten Berücksichtigung der höheren Verkehrsfähigkeit von Aktien gegenüber dem gesamten Unternehmen auch nicht die fehlende Eignung des Börsenwertes gegenüber einem Ertragswert als Schätzer für den Verkehrswert des Unternehmens begründen.

Ein weiterer Einwand bezieht sich auf eine angeblich unterschiedliche Risikoeinstellung des Aktionärs und des Käufers eines Unternehmens. Hiernach stehe für den Käufer eines Gesamtunternehmens dessen unternehmensspezifisches, unsystematisches Risiko im Mittelpunkt der zu seinem Grenzpreis führenden Überlegungen. Für ihn komme es entscheidend darauf an, ob eine Produktionsstätte zerstört werde oder der Absatz eines spezifischen Produktes in der Zukunft steige. Demgegenüber sei für den rationalen Käufer eines Aktienportefeuilles nach der Theorie des CAPM dieses unsystematische, unternehmensspezifische Risiko von keiner Relevanz, weil seine Anlagestrategie auf ein perfekt diversifiziertes Portefeuille abziele, bei dem das unsystematische Risiko durch geschickte Risikostreuung über alle verfügbaren Aktien sich vollkommen gegeneinander aufhebe. Ein solch perfekt diversifiziertes Portefeuilles lasse sich hingegen mit Gesamtunternehmen als Investitionsobjekten nicht abbilden (vgl. Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, 73).

Das Argument ist im Ansatz zwar zutreffend, allerdings ist die daraus gezogene Schlussfolgerung nicht überzeugend. Richtig ist, dass für den rationalen Käufer von Aktien seine Investitionsentscheidung sich vornehmlich am systematischen Risiko ausrichtet, weil er das unsystematische Risiko diversifiziert. Dabei bezeichnet man als systematisches Risiko diejenigen Schwankungen der Rendite des Unternehmens, die sich bei Schwankungen der Rendite des Gesamtmarktes ergeben, wohingegen das unsystematische Risiko Ausdruck der Schwankungen der Unternehmensrendite sind, die unabhängig vom Gesamtmarkt zustande kommen (vgl. Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz, in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Aufl., S. 371).

Zutreffend ist darüber hinaus, dass die beschriebene Diversifikationsmöglichkeit bei dem Kauf eines entsprechend großen Gesamtunternehmens durch eine Einzelperson regelmäßig nicht erfolgen kann.

Hieraus wird jedoch nicht die zutreffende Schlussfolgerung gezogen. Auszugehen ist deswegen nämlich nicht von einem unterschiedlichen Investitionskalkül von Aktien- und Unternehmenskäufer. Vielmehr ist hieraus die Erkenntnis zu ziehen, dass ein entsprechend großes Unternehmen mit einem hohen unsystematischen Risiko nicht von einer einzelnen Person gekauft wird, gerade weil durch den Kaufpreis das hohe Risiko nicht honoriert werden würde. Einzig denkbarer Käufer eines entsprechend großen, etwa DAX-notierten Unternehmens wie der Antragsgegnerin ist in aller Regel -, abgesehen vom Staat - nur eine ebenfalls börsennotierte Gesellschaft, nicht hingegen eine einzelne Person. Einer solchen Aktiengesellschaft als Käufer müsste aber gleichfalls kein unsystematisches Risiko entgolten werden, weil deren Eigentümer und damit letztlich Entscheidungsträger mit keinem solchen Risiko konfrontiert sind.

Ein Abweichen des Börsen- vom Verkehrswert eines Unternehmens wird sodann mit teilweise beobachtbaren Zu- oder Abschlägen bei dem Verkauf von Aktienpaketen oder ganzen Unternehmen begründet. Angeführt werden in diesem Zusammenhang etwa Konglomeratsabschläge für Mischkonzerne (vgl. OLG Stuttgart, AG 2007, 705, 708; Friedl, BB 2002, 1157, 1159; Funke, Konglomeratsabschlag und Transaktionskostentheorie, 2006), Fungibilitätsabschläge für die besondere Verkehrsfähigkeit von börsennotierten Aktien als eigenständiges Wertkriterium, das einem Gesamtunternehmen nicht zuteil wird (vgl. Welf Müller, FS Röhricht, 2005, 1015, 1023), sowie Paketzuschläge als Zeichen der gesonderten Wertzumessung für einen Kontrollerwerb bei dem Kauf eines Aktienpaketes gegenüber demjenigen einer einzelnen Aktie (vgl. Pilz, ZGR 2001, 185, 198 f.; Götz, DB 1996, 259, 261; Emmerich, in: Emmerich/Habersach, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 4. Aufl., § 305 Rdn. 49 f.).

Mit Blick auf Konglomeratsabschläge für Mischkonzerne kann dahin gestellt bleiben, ob es sich hierbei um ein reales Phänomen bzw. einen tauglichen

Erklärungsansatz handelt, nachdem bis in die 90ziger Jahre auch von Konglomeratszuschlägen die Rede war (vgl. Funke, Konglomeratsabschlag und Transaktionskostentheorie, 2006, S. 1) und seine Identifikation stets die Kenntnis des zutreffenden Unternehmenswertes als Vergleichsgröße voraussetzt. Unabhängig davon handelt es sich nämlich bei den beiden zu bewertenden Unternehmen um keine breit gestreuten Mischkonzerne, so dass zumindest vorliegend dem Phänomen keine größere Bedeutung beizumessen ist.

Hinsichtlich der beiden anderen genannten Faktoren ist zunächst zu konstatieren, dass beide Aspekte auch im Ertragswertverfahren – wie bereits dargestellt - nur sehr eingeschränkt Berücksichtigung finden. Die mit dem Paketzuschlag vergütete Möglichkeit, auf die Geschäftspolitik Einfluss zu nehmen, spielt ebenso wie die im Fungibilitätsabschlag zum Ausdruck kommende gesteigerte Verkehrsfähigkeit für die Ermittlung des Ertragswertes als gesonderter Wertfaktor keine besondere Rolle.

Bei den vornehmlich in der Praxis zu beobachtbaren Paketzuschlägen kommt hinzu, dass sie gerade in solchen Situationen gezahlt werden, in denen der Käufer von einer Unterbewertung des Unternehmens durch den Markt ausgeht. Wenngleich solche Situationen im Ausnahmefall auftreten können, ist davon für den Regelfall aber nicht auszugehen, wie bereits die Vielzahl von Unternehmenskäufen zeigt, bei denen sich der gezahlte Kaufpreis für das Unternehmen im Nachhinein selbst aus Käufersicht als überhöht erwiesen hat.

Darüber hinaus ist - da beide Faktoren gegeneinander wirken - die Hoffnung ihrer weitgehenden Nivellierung nicht unbegründet. Beim (hypothetischen) Markt für das gesamte Unternehmen steht dem Paket- oder Kontrollzuschlag insoweit ein Abschlag für eine geringere Fungibilität gegenüber (vgl. Matschke/Brösel, Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 641 f.; Barthel, DB 1996, 1349; DB 2003, 1181).

Schließlich sind die genannten Faktoren aber bei der hier allein maßgeblichen Wertrelation selbst dann ohne Bedeutung, wenn sie sich in der Summe nicht nivellieren. Erforderlich ist allein, dass sie sich auf beide Unternehmen in etwa

gleicher anteiliger Höhe auswirken. Dann nämlich kürzen sie sich bei der allein maßgeblichen Unternehmenswertrelation gegeneinander heraus.

bbb) Ist mithin als Fazit vorstehender Erwägungen festzuhalten, dass nicht nur die Börsenkurse geeignet sind, den Wert eines Unternehmensanteils zu schätzen, vielmehr entgegen einer teilweise anzutreffenden Auffassung auch die Börsenwerte angemessene Schätzer für den Wert eines Gesamtunternehmens darstellen können (aA zuletzt LG Köln, Beschluss vom 24. Juli 2009 – 82 O 10/08 -, Juris Rdn. 156; ausdrücklich offen gelassen demgegenüber von OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. März 2006 – 20 W 5/05 -, Juris Rdn. 70), stellt sich im Anschluss die Frage, welcher Methode – der marktorientierten oder dem fundamentalanalytischen Ertragswertverfahren – der Vorzug einzuräumen ist. Hierbei handelt es sich um eine nicht generell zu beantwortende Frage (α), die vorliegend zu einem Vorrang der Bewertung anhand der Börsenkurse führt (β).

α) Die Frage nach der vorzuziehenden Schätzmethode ist abhängig von den jeweiligen individuellen Umständen des zu bewertenden Unternehmens (so auch insbesondere Hüttemann, ZGR 2001, 545, 469) und lässt keine allgemeine Antworten zu. Sie wird nicht zuletzt bestimmt von dem Umfang der Effizienz des betrachteten Marktes, die wiederum regelmäßig positiv von der Liquidität des Marktsegmentes abhängt (vgl. Steinhauer, AG 1999, 299, 305).

Auszuwählen ist nämlich zwischen zwei nicht perfekten Methoden, die jeweils ihre eigenen Schwächen haben (vgl. Stilz, ZGR 2001, 875, 877). Auf die Einwände gegen die Bewertung anhand von Börsenwerten ist bereits ausführlich eingegangen worden. Soweit es die Nachteile des Ertragswertverfahrens betrifft, kann demgegenüber auf die zutreffenden und ausführlichen Darlegungen des Landgerichts verwiesen werden (vgl. AG 2009, 749, 752 ff.; ergänzend z.B. Steinhauer, AG 1999, 299, 300 ff.).

Zweifel sind sowohl bei der Ermittlung des zu kapitalisierenden Ergebnisses als auch bei der Festlegung des Diskontierungssatzes angebracht. Sie führen in ihrer Gesamtheit dazu, dass es sich bei dem Ertragswert ebenfalls nur um eine

Annäherung handeln kann und zwar selbst dann, wenn die ihm zugrunde liegenden Gutachten für überzeugend erachtet werden.

Entsprechend ist keine generelle Vorzugswürdigkeit der einen oder anderen Methode zu konstatieren; vielmehr hat jeweils eine gesonderte Entscheidung von Fall zu Fall zu erfolgen (vgl. auch Hüttemann, ZGR 2001, 459, 475; MünchKommAktG/Bilda, § 305 Rdn. 66).

β) Hiervon ausgehend schließt sich der Senat der Ansicht des Landgerichts an und gibt vorliegend der marktorientierten Bewertungsmethode den Vorzug. Anhaltspunkte dafür, dass die Börsenkurse aufgrund einer bestehenden Marktenge oder vorhandener Marktmanipulationen nicht aussagekräftig sein könnten, sind nicht ersichtlich (αα)). Eine sich anschließende, umfassende Abwägung der gesamten Bewertungsumstände führt vorliegend zu einer Vorzugswürdigkeit der Bewertung anhand der Börsenwerte (ββ)). Dem steht schließlich keine gesteigerte Richtigkeitsgewähr der von den Verschmelzungspartnern ermittelten Ertragswerte entgegen (γγ)).

αα) Der Börsenwert ist dann nicht als geeigneter Schätzer für den Unternehmenswert heranzuziehen, wenn auf dem zu betrachtenden Kapitalmarkt praktisch kein Handel stattgefunden hat, eine Marktenge besteht, Anzeichen für eine Kursmanipulation erkennbar sind (vgl. dazu zB Veil, in: Spindler/Stilz, AktG, § 305 Rdn. 56 mwNachw) oder sonst auffällige Kursanomalien zu beobachten sind. Ferner bestehen situationsbezogene Zweifel an der Geeignetheit der Methode, wenn im konkreten Fall davon auszugehen ist, dass das zu bewertende Unternehmen seinen Ad-hoc Mitteilungspflichten nicht nachgekommen ist, weswegen im relevanten Zeitraum ein signifikantes Informationsdefizit des Marktes mit Blick auf die unternehmensspezifischen Daten naheliegt (vgl. dazu Hüttemann, ZGR 2001, 454, 469). Schließlich kann eine fehlende Aussagekraft des Börsenwertes auch dann in Betracht kommen, wenn bindende öffentliche Kauf- oder Umtauschangebote vorliegen.

Betrachtet man die vorgenannten Ausnahmen, kann dem Börsenwert die grundsätzliche Eignung als angemessener Schätzer für die Unternehmenswerte

der Antragsgegnerin und der T-Online AG im konkreten Fall für den hier herangezogenen Zeitraum nicht abgesprochen werden.

Die Annahme einer Marktenge kommt nicht in Betracht. Mit Blick auf etwaige Kursmanipulationen tragen die Antragsgegner zwar vor, dass die Kurse nach der Bekanntgabe der unternehmerischen Maßnahme einer gezielten Informations- und Preispolitik der Antragsgegnerin ausgesetzt gewesen seien. Ob unter den hiermit angesprochenen Vorgängen eine Marktmanipulation in dem insoweit maßgeblichen Sinne zu verstehen ist (vgl. zu denkbaren Erscheinungsformen etwa § 20a Abs. 1 WpHG), ist bereits aufgrund des Fehlens einer Täuschungshandlung zweifelhaft, kann aber dahingestellt bleiben. Denn jedenfalls für den – wie noch näher darzulegen sein wird – zur Wertbestimmung maßgeblichen Zeitraum vor der Bekanntgabe der Verschmelzung wird eine derartige gezielte, insbesondere unrichtige oder bewusst unvollständige und den Kurs beeinflussende Informationspolitik nicht vorgetragen.

Für den hier interessierenden Referenzzeitraum wird allerdings behauptet, dass vor der Bekanntgabe der beabsichtigten Verschmelzung die Antragsgegnerin auf die Unternehmenspolitik der T-Online AG aus der Sicht letzterer negativ Einfluss genommen habe, indem der T-Online AG eine Einführung des Voice over IP (Internettelefonie) untersagt worden sei. Unabhängig davon, dass diese Behauptung seitens der Antragsgegnerin mit dem Hinweis auf die zum damaligen Zeitpunkt nur bedingt ausgereifte Technologie, die es einem Premium-Anbieter wie der T-Online AG verboten habe, frühzeitig sich auf diesem Marktsegment zu engagieren, überzeugend entkräftet worden ist, geht damit mangels Täuschungshandlung ohnehin keine bewertungsrelevante Kursmanipulation einher (zu weit daher der Begriff und insbesondere das Beispiel bei Lenzen einer sogenannten action-based manipulation; Lenzen, WM 2000, 1131, 1134; wie hier Mock/Stoll/Eufinger, KK zum WpHG, § 20a Rdn. 12 und 203). Eine relevante Kursmanipulation käme insoweit nämlich nur dann in Betracht, wenn die Wirklichkeit von den den Marktteilnehmern zur Verfügung gestellten Informationen abweichen würde. Dies ist vorliegend aber nicht der Fall, weil die T-Online AG tatsächlich erst relativ spät, nämlich im Jahr 2005 Voice over IP-Angebote im deutschen Markt angeboten hat. Dass der Kurs eventuell ein anderer gewesen

wäre, wenn die T-Online AG die Technologie früher in ihr Angebot aufgenommen hätte, stellt mithin die Bewertung der Unternehmen durch die Marktteilnehmer nicht in Frage, sondern weist nur daraufhin, dass eine andere unternehmerische Entscheidung regelmäßig auch mit einer anderen Bewertung durch die Märkte verbunden ist.

Gleichzeitig sind Anhaltspunkte für gezielte bewertungsrelevante Manipulationen der Kursentwicklung beider Unternehmen nicht zu entnehmen. Derartige gezielte Einflussnahmen auf den Preis sind angesichts der sehr hohen Liquidität beider Märkte zudem entsprechend unwahrscheinlich und waren aus Sicht der Antragsgegnerin überdies nicht naheliegend, da das Umtauschverhältnis sich deren Vorstellung zufolge an dem Verhältnis der deutlich höher eingeschätzten Ertragswerte und nicht an den Börsenwerten orientieren sollte. Unter diesen Umständen vermögen die von den Antragstellern ansonsten nicht näher belegten Marktmanipulationen keine grundsätzlichen Zweifel an der marktorientierten Bewertung im vorliegenden Fall zu begründen.

Ferner fehlt es an Anhaltspunkten dafür, eine der beiden Gesellschaften könnte in dem hier für eine Bewertung heranzuziehenden Zeitraum ihre Informationspflichten verletzt haben. Im Gegenteil belegen die jeweils gemachten Ad-hoc Mitteilungen während des Verschmelzungsvorganges eher eine genaue Einhaltung der Veröffentlichungspflichten (vgl. dazu auch OLG Frankfurt, Urteil vom 18. April 2007 – 21 U 71/06 -, Juris sowie daran anschließend BGH, Beschluss vom 21. Juli 2008 – II ZR 283/07 -, Juris).

Überdies sind keine Kursanomalien im weiteren Sinne wie etwa bei der VW-Aktie im Oktober 2008 feststellbar. Soweit einige Antragsteller darauf hinweisen, dass der Emissionskurs deutlich über dem Kurs im Jahr 2004 gelegen habe (vgl. Bl. 2491 d. A.), ist hieraus keine Marktanomalie abzuleiten. Vielmehr ist dies allein Resultat dessen, dass sich die während der Ausgabe der Aktien am Markt beobachtbaren Erwartungen nicht bestätigt haben. Diese – natürlich auch bei Gutachtern denkbare - Fehleinschätzung zukünftiger Erträge betraf allerdings nicht nur die T-Online AG, sondern das gesamte Marktumfeld, wie ein Vergleich

des Kursverlaufes der T-Online AG mit dem Tech Dax in dem Zeitraum von 2000 bis 2003 zeigt.

Einer fehlenden Aussagekraft der Kurse aufgrund von öffentlichen Kauf- oder Umtauschangeboten, wie sie nach dem 8. Oktober 2010 ausgesprochen waren, ist durch die Wahl der Referenzperiode Rechnung zu tragen, worauf an späterer Stelle noch näher einzugehen sein wird.

ββ) Unter Abwägung der sonstigen Gesamtumstände erweist sich das marktorientierte Bewertungsverfahren vorliegend als vorzugswürdig.

So ist das Ertragswertverfahren bei den in Rede stehenden zwei großen Aktiengesellschaften als besonders aufwändig und damit für Unsicherheiten anfällig. Dies räumt letztlich auch die Antragsgegnerin ein, wenn sie betont, dass bei einer Fülle von Fragen die in den Bewertungsprozess eingebundenen Gutachter selbst nach sehr zeitintensiven Diskussionen keine gemeinsame Lösung hätten finden können, sondern man sich allein im Wege eines Kompromisses auf verschiedene Eckdaten habe verständigen können (vgl. auch die ergänzende Stellungnahme des Verschmelzungsprüfers, Anlage, S. 123 ff). Dabei wird nicht verkannt, dass – worauf insoweit die Antragsgegnerin zu Recht hingewiesen hat – ähnlich wie bei der marktorientierten Methode auch beim Ertragswertverfahren manche Probleme etwa bei der Ermittlung des zutreffenden Basiszinses durch die gebotene Verhältnisbildung der Unternehmenswerte wenngleich nicht wegfallen, so doch an Gewicht verlieren. Gleichwohl ist eine erhebliche Unsicherheit bei der Ermittlung der Ertragswerte sowie der daraus gebildeten Umtauschrelation nicht in Abrede zu stellen.

Hinzu kommt, dass die unternehmensbezogenen Daten, für deren adäquate Verarbeitung der Markt in ganz besonderer Weise geeignet ist, aufgrund des Engagements beider Unternehmen auf einer Fülle von nationalen wie internationalen Marktsegmenten eine herausragende Rolle einnehmen. Zugleich ist aufgrund der Größe und Bedeutung beider Unternehmen aber auch mit einer gewissenhaften Erfüllung der kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten zu rechnen, so dass ein entscheidender Vorsprung mit Blick auf

unternehmensspezifische Daten weniger wahrscheinlich und zudem nur vorübergehend ist. Für die Informationseffizienz des Marktes für die hier in Rede stehenden Unternehmen spricht nicht zuletzt, dass der Börsenkurs mit Bekanntgabe des Verschmelzungsberichtes und damit zugleich der veranschlagten Planzahlen sowie des hieraus ermittelten Ertragswertes der Antragsgegnerin in Höhe von über 28 € nicht signifikant reagiert hat. Vielmehr verblieb er auf einem Niveau von unter 14 € und damit weniger als der Hälfte des von den Sachverständigen für zutreffend befundenen anteiligen Ertragswertes.

Demgegenüber ist die Güte des Preisbildungsprozesses des Marktes mit Blick auf die beiden zu bewertenden Unternehmen kaum zu überschätzen.

Die Aktien beider Gesellschaften wurden an zahlreichen Börsen, darunter jeweils staatlich organisierten Börsensegmenten gehandelt, wobei die Aktien der Antragsgegnerin im damals amtlichen, die Aktien der T-Online AG im damals geregelten Markt (mittlerweile einheitlich regulierten Markt) notiert waren (vgl. Verschmelzungsbericht S. 251). Bei beiden Gesellschaften handelte es sich um in bedeutende Indices aufgenommene Gesellschaften. Die T-Online AG war im Tech Dax notiert, die Antragsgegnerin war und ist eines der im DAX 30 sowie im Dow Jones Euro Stoxx 50 gezeichneten Unternehmen (vgl. Verschmelzungsbericht S. 251). Dabei wird gerade bei im Dax notierten Gesellschaften zu Recht die hohe Aussagekraft der Kurse betont und ohne weiteres ein Vorrang der Bewertung durch den Markt befürwortet (vgl. Steinhauer, AG 1999, 299, 306 f.; Hüttemann, ZGR 2001, 454, 470; Aha 1997, 26, 28; Rodloff, DB 1999, 1149, 1153). Dies liegt insbesondere an der enormen Liquidität der Märkte für die Aktien solcher Unternehmen (vgl. zur Bedeutung der Marktliquidität auch Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, 2009, 130). So lag bei der T-Online AG das durchschnittliche Handelsvolumen pro Tag im Zeitraum von Juli 2003 bis April 2005 bei 2 Mio. und bei der Antragsgegnerin im gleichen Zeitraum bei über 21 Mio. Aktien. Bei dem damit verbundenen Handelsvolumen sind gezielte Kursmanipulationen etwa in Form von fiktiven Transaktionen (vgl. dazu etwa Lenzen, WM 2000, 1131, 1132 ff.; Möller, WM 2002, 309, 312 ff.) praktisch ausgeschlossen. Überdies sind solche Gesellschaften aber auch besonders im Focus professioneller Händler und damit Gegenstand des

Handels von Marktteilnehmern, die in herausragendem Maße informiert und damit zugleich in der Lage sind, kurzfristige Arbitragemöglichkeiten zu ihren Gunsten auszunutzen.

Weiterhin ist zu berücksichtigen, dass sich gegenüber früheren Zeiten ganz allgemein die Verhältnisse zugunsten einer Marktbewertung geändert haben (vgl. etwa BayObLG, DB 1998, 2315, 2317). Die Börse ist in Deutschland stärker als Anlagemöglichkeit in den Focus der Kapitalanleger gerückt. Gleichzeitig sind die institutionellen Rahmenbedingungen etwa durch eine Verschärfung des Verbotes des Insiderhandels oder eine gesteigerte Informationspflicht der börsennotierten Gesellschaften verbessert worden. Beides führt gegenüber der Zeit Ende der 60ziger Jahre, zu der die gegenüber der Aussagekraft von Börsenkursen kritische Stellungnahme des Bundesgerichtshofs formuliert wurde (vgl. BGH, AG 1967, 264), sowohl zu einer größeren Markttiefe als auch zu mehr Markttransparenz und vergrößert damit die Aussagekraft von Börsenkursen (vgl. etwa Steinhauer, AG 1999, 299, 302; Großfeld, BB 2000, 261, 264).

Weitere Aspekte kommen hinzu. So handelt es sich um zwei Unternehmen einer ähnlichen Branche, wenngleich ohne eine langjährige parallele Börsenentwicklung (vgl. Pilz, ZGR 2001, 185, 208). Die Kursentwicklung beider Gesellschaften kann über einen längeren Zeitraum vor der erstmaligen Bekanntgabe der Verschmelzung als relativ stabil eingeordnet werden (vgl. dazu Pilz, ZGR 2001, 185, 208). Da beide Gesellschaften börsennotiert sind und zugleich die Kurse beider Gesellschaften aufgrund sehr hoher Marktliquidität entsprechend aussagekräftig sind, bestehen vorliegend auch keine Probleme mit der Wahrung der Methodengleichheit (dazu BGH, NJW 2001, 2080; OLG Düsseldorf, AG 2009, 873; BayObLG, NZG 2003, 483).

Überdies verdienen gleichfalls rein praktische Aspekte bei der vorzunehmenden Abwägungsentscheidung Berücksichtigung. Die Bewertung anhand der Börsenkurse ist mit einem hohen Grad an Objektivierung verbunden (Weiler/Meyer, NZG 2003, 669, 670). Sie bedingt zugleich in weitem Umfang Rechtssicherheit, weil sie für alle Beteiligten einfach und ohne Aufwand nachvollziehbar ist.

Hinzu kommt, dass stets ein zusätzlicher Erkenntnisgewinn in einem angemessenen Verhältnis zum Aufwand im Spruchverfahren stehen muss. Mit Blick auf diesen Aspekt ist die Bewertung anhand von Börsenwerten jeder fundamentalanalytischen Bewertung deutlich überlegen, weswegen sich auf diese Weise auch in besonderem Maße bestehende Zweifel an der Angemessenheit des vereinbarten Umtauschverhältnisses ausräumen oder bestätigen lassen. Die alternative Einholung eines weiteren Gutachtens zu aufgeworfenen Teilfragen ist demgegenüber weitaus zeit- und kostenintensiver, was nicht nur mit einer Belastung für die Antragsgegnerin, sondern für alle Beteiligten des Verfahrens verbunden ist (vgl. Hüttemann, ZGR 2001, 449, 475). Gleichzeitig wiesen beide Unternehmen keine unterschiedlichen Aktiengattungen auf, so dass hiermit in Verbindung stehende praktische Schwierigkeiten bei der Ermittlung des jeweiligen Börsenwertes keine Rolle spielen (vgl. dazu etwa Komp, Zweifelsfragen des aktienrechtlichen Abfindungsanspruchs nach §§ 305, 320b AktG, S. 395).

Schließlich bestätigt die tatsächliche Entwicklung die Vorzugswürdigkeit der Börsenwerte im konkreten Fall. Dafür spricht nämlich die ganz erhebliche Abweichung der seitens der Verschmelzungspartner ermittelten Ertragswerte von den tatsächlich sich in der Zukunft ergebenden Börsenkursen. Während etwa die Verschmelzungspartner der Antragsgegnerin einen anteiligen Wert von 28 € beigemessen haben, hat die Börse auch im weiteren Verlauf und sogar noch nach Bekanntmachung des Ergebnisses der Begutachtung und ihrer wesentlichen Begründung im Verschmelzungsbericht den Preis der Aktien weitaus niedriger taxiert. Selbst in den nachfolgenden Jahren ist der Aktienkurs nie über 17 € gestiegen. Vielmehr lag er relativ stabil bei etwa 15 €. Hiervon wich der von den Verschmelzungspartnern ermittelte anteilige Wert um fast 100 % dauerhaft ab.

Die Kapitalmärkte müssten daher als dauerhaft ineffizient eingestuft werden, wollte man davon ausgehen, dass die mit den sehr viel höheren Ertragswerten verbundenen, langfristigen Gewinnmöglichkeiten zwar bestanden haben, aufgrund des vorgelegten Verschmelzungsberichts auch jedenfalls teilweise offen gelegt worden waren, aber gleichwohl von keinem Marktteilnehmer in einer den Kurs nach oben beeinflussenden Weise genutzt wurden. Das im

Verschmelzungsbericht bemühte Argument (vgl. S. 256), die Ertragswertermittlung sei zutreffender, weil sie auf einer Analyse von Vergangenheitsdaten und auf langfristigen Unternehmensplanungen basiert habe, die in diesem Detaillierungsgrad und Umfang nicht öffentlich zugänglich gewesen seien, ist faktisch entkräftet, weil selbst nach der Veröffentlichung des Berichts sowie der darin gewonnenen Einschätzung und dementsprechend weitgehender Zugänglichkeit der geplanten Ertragswerte die Marktteilnehmer sich nicht beeindruckt gezeigt haben. Deutlich näher liegt es demgemäß, in die Aussagekraft der Gutachten geringeres Vertrauen zu setzen.

Angesichts der Komplexität der Bewertung von auf weltweiten Märkten agierenden Unternehmen, der seit dem Bewertungsstichtag bereits zurückliegenden fünf Jahre sowie der Anzahl der damals in den Bewertungsprozess eingebundenen Personen erscheint es dem Senat gleichzeitig aber wenig Erfolg versprechend, vermittels eines weiteren Gutachtens entscheidend neue Erkenntnisse zum damaligen Ertragswert der beteiligten Unternehmen zu gewinnen.

γγ) Dabei steht der Vorzugswürdigkeit der Börsenwerte im konkreten Fall auch keine gesteigerte Richtigkeitsgewähr der von den Verschmelzungspartnern ermittelten Ertragswerte gegenüber.

Insoweit vermag sich der Senat dem Argument des Landgerichts, wonach die Beweisaufnahme ergeben habe, dass – obgleich es sich faktisch um eine Konzernverschmelzung gehandelt habe – dennoch wie zwischen gleichberechtigten Vertragspartnern verhandelt worden sei und mithin auch dieses Verhandlungsergebnis mit einer entsprechenden Richtigkeitsgewähr zu versehen sei, nicht anzuschließen. Unabhängig davon, ob insoweit der vom Landgericht durchgeführten Beweiswürdigung zu folgen ist oder ob den hieran seitens der Antragsteller erhobenen Zweifel nachzugehen sein müsste, ist bereits der argumentative Ansatz nicht überzeugend (ebenfalls ablehnend Korsten, jurisPR-HaGesR 9/2009 Anm. 3; offen lassend OLG Stuttgart, Beschluss vom 22. September 2009 – 20 W 20/06 -, Juris Rdn. 60).

So übersteigt der Ansatz bereits die Möglichkeit der Simulation einer Verhandlungssituation und erst recht diejenige ihrer nachträglichen Überprüfung durch das Gericht. Entsprechend kann einer im weitesten Sinne simulierten Verhandlungssituation nicht die gleiche Aussagekraft beigemessen werden wie einer Verhandlung unter tatsächlich gleichberechtigten Verhandlungspartnern. Ebenso dürfte es regelmäßig unmöglich sein, die Motive und Beweggründe der verhandelnden Personen im Nachhinein festzustellen oder nachzuvollziehen, um sodann Schlüsse zu ziehen mit Blick auf die Richtigkeitsgewähr der erzielten Lösung. Entsprechend besteht, selbst wenn keine Einflussnahme seitens der Konzernobergesellschaft festgestellt werden kann, gleichwohl nicht die Angemessenheitsgewähr wie bei einer Verhandlungslösung unter voneinander tatsächlich unabhängigen Personen.

Ein Weiteres kommt hinzu. Maßgeblich für die erhöhte Angemessenheitsgewähr sind die strukturell entgegen gesetzten Interessen der Verhandlungspartner. Grundsätzlich kommt es auf ihr Verhalten im Einzelnen nicht an. Vertraut wird stattdessen regelmäßig darauf, dass jeder in der für ihn angemessenen Art und Weise seine eigenen Interessen wahrnimmt und es hierdurch zu einem angemessenen Interessenausgleich kommt. Abzustellen ist jedoch, worauf Korsten (jurisPR-HaGesR 9/2009 Anm. 3) zu Recht hinweist, nicht auf die Interessen der Unternehmensführung, die die Verhandlung leitet, sondern auf diejenigen der Anteilseigner der beteiligten Unternehmen. Ihr Zustimmungsverhalten ist entscheidend. Befindet sich aber – wie vorliegend – die ganz überwiegende Mehrheit der Aktien der übertragenden Gesellschaft in den Händen der übernehmenden Gesellschaft, kann dem Zustimmungsverhalten der Anteilseigner der übertragenden Gesellschaft kein größeres Gewicht beigemessen werden. Denn die insoweit Zustimmenden haben den Vertrag selbst ausgehandelt und stimmen entsprechend nur ihrem eigenen Verhandlungsergebnis zu. Dabei ist bei der Verschmelzung zweier gleichberechtigter Unternehmen auch davon auszugehen, dass sich unter den jeweiligen Aktionären der Gesellschaft nicht nur Kleinaktionäre, sondern gut informierte Großaktionäre befinden, die besonders kritisch das von den Organen der Gesellschaften vereinbarte Ergebnis einer Überprüfung unterziehen bzw. hierauf bereits während der laufenden Verhandlungen Einfluss nehmen.

Letztlich stehen dem Ansatz des Landgerichts aber auch praktische Gesichtspunkte entgegen. Wäre dieser Ansatz richtig, müsste in Zukunft einem entsprechenden Vortrag der Verschmelzungspartner nachgegangen und hierzu Beweis erhoben werden. Die damit verbundene Rechtsunsicherheit ist kaum zu überschätzen, da zugleich auch geklärt werden müsste, welches Maß an (befürchteter) Einflussnahme nötig wäre, um dem Verhandlungsergebnis seine ansonsten zuzugestehende Angemessenheitsgewähr zu nehmen. Zu der schwierigen Frage nach der Angemessenheit des Ergebnisses käme diejenige nach der Beurteilung seines Zustandekommens hinzu.

Mangels erhöhter Angemessenheitsgewähr ist auch aus diesem Grunde vorliegend dem Ertragswertverfahren nicht der Vorzug einzuräumen.

b) Auf der Grundlage der insoweit ebenfalls vom Senat im konkreten Fall als vorzugswürdig angesehenen marktorientierten Bewertung hat das Landgericht zutreffend eine bare Zuzahlung in Höhe von 1,15 € festgesetzt.

Die Ermittlung der Börsenwerte ist zu Recht anhand der gewichteten Durchschnittskurse drei Monate vor Bekanntgabe der Verschmelzung erfolgt (aa)). Eine Modifikation der dergestalt ermittelten Verschmelzungsrelation aufgrund der Ergebnisse der fundamentalanalytischen Methode war nicht angezeigt (bb)). Die sich hieraus ergebende, nicht nur geringfügige Abweichung zu dem vertraglich vereinbarten Umtauschverhältnis machte die Festsetzung einer baren Zuzahlung in der beschlossenen Höhe erforderlich (cc)).

aa) Der Senat folgt der Einschätzung des Landgerichts, wonach die relevanten Börsenwerte beider Unternehmen anhand des nach § 5 WpÜG-AngebotsVO ermittelten gewichteten Durchschnittskurses zu erfolgen hat. Dabei ist eine Orientierung an dem Referenzzeitraum drei Monate vor der erstmaligen Bekanntgabe der unternehmerischen Maßnahme am ehesten geeignet, den zutreffenden Börsenwert beider Gesellschaften zu schätzen (aaa)). Hierbei erweist sich das auf dieser Grundlage ermittelte Umtauschverhältnis selbst dann als relativ stabil, wenn man zu Kontrollzwecken andere Referenzzeiträume heranzieht

(bbb)). Schließlich war eine Korrektur der herangezogenen Durchschnittskurse wegen unterschiedlicher Dividendenausschüttungen nach dem Bewertungsstichtag entgegen der Auffassung einiger Antragsteller nicht veranlasst (ccc)).

aaa) Zutreffend hat das Landgericht seiner Bewertung der beiden Unternehmen deren nach Handelsumsätzen gewichteten Durchschnittskurs drei Monate vor der erstmaligen Bekanntgabe der unternehmerischen Maßnahme am 9. Oktober 2004 zugrunde gelegt.

Dabei ist grundsätzlich die Orientierung an einem gewichteten Durchschnittskurs, wie sie vom Landgericht vorgenommen wurde, zu befürworten. Aufgrund der Gewichtung mit den Umsätzen finden die Kursnotierungen einen stärkeren Eingang in die Durchschnittsbildung, bei der sich die Grenzpreise einer größeren Anzahl von Käufern und Verkäufern decken. Dies ist interessengerecht, um der Einschätzung des Marktes bzw. einer Vielzahl von Marktteilnehmern über den Wert der Gesellschaft Ausdruck zu verleihen. Überdies entspricht die gewichtete Durchschnittsbildung dem vom Gesetz- bzw. Verordnungsgeber in § 5 WpÜG-AngebotsVO vorgegebenen Leitbild (so auch OLG München, AG 2007, 246; ZIP 2000, 1722; OLG Frankfurt am Main, AG 2003, 581; aA, wonach auf den ungewichteten Kurs abzustellen sei, OLG Düsseldorf, AG 2003, 329).

Die in Rechtsprechung und Literatur heftig umstritten Frage, welcher Referenzzeitraum für die Durchschnittsbildung herangezogen werden sollte (vgl. dazu etwa Senat, NZG 2010, 664), ist durch die Grundsatzentscheidung des Bundesgerichtshofs vom 19. Juli 2010 (- II ZB 18/09 -, DStR 2010, 1365 mit Anmerkungen Goette) geklärt. Maßgebend ist hiernach der Zeitraum drei Monate vor der erstmaligen Bekanntgabe der Verschmelzung am 9. Oktober 2010.

Neben den in dem genannten Beschluss des Bundesgerichtshofs dargelegten Argumenten, die sich der Senat zu Eigen macht, legen überdies die Besonderheiten des Einzelfalles es nahe, auf eine mit dem Tag der Bekanntgabe der Verschmelzung endende Referenzperiode abzustellen und sich nicht an dem Tag der Hauptversammlung zu orientieren.

Denn hier hat die Antragsgegnerin nicht nur die geplante Verschmelzung einschließlich einer zu erwartenden Verschmelzungswertrelation bekannt gegeben. Sie hat darüber hinaus – davon im Prinzip unabhängig – ein öffentliches Angebot zum Erwerb der Aktien der T-Online AG abgegeben. Durch dieses öffentliche Angebot büßte der Kurs der T-Online AG nach diesem Angebot nach unten hin entscheidend an Aussagekraft ein, weswegen eine Heranziehung dieses Referenzzeitraumes gerade in der zu beurteilenden Sachverhaltskonstellation als nicht sinnvoll angesehen werden kann (vgl. auch Verschmelzungsbericht, Anlage Verschmelzungsunterlagen, S. 261).

Des Weiteren bedarf es vorliegend aufgrund des Zeitraumes zwischen erstmaliger Bekanntgabe und Hauptversammlung gleichfalls keiner Hochrechnung der Wertentwicklung beider Kurse unter Berücksichtigung ihrer seitherigen Börsenkursverläufe, wie sie vom Bundesgerichtshof in dessen Entscheidung vom 19. Juli 2010 (DStR 2010, 1365) angesprochen wird.

Denn dort ging es um einen Squeeze out, vorliegend hingegen um eine Verschmelzung. Mithin kommt es im Gegensatz zu der dortigen Entscheidung nicht auf die absolute Wertentwicklung des Börsenkurses, sondern nur auf die relative Wertentwicklung beider Börsenkurse an. Entsprechend würde eine Fortschreibung beider Kurse anhand einer allgemeinen Wertentwicklung zu keiner Änderung des Umtauschverhältnisses führen. Dies ergibt sich daraus, dass der Bundesgerichtshof – wie der entsprechende Verweis auf Weber, ZGR 2004, 280, 287 in der genannten Entscheidung zeigt – eine an einem Index orientierte relative Wertfortschreibung für geeignet hält, eine solche relative, an der Wertentwicklung eines Indexes orientierte Fortschreibung sich aber bei der hier gebotenen Verhältnisbildung herauskürzen würde. Das gilt ebenso dann, wenn man eine branchentypische Wertentwicklung zugrunde legte und deswegen auf die Entwicklung eines Branchenindices abstellte. Denn beide Unternehmen sind im weiteren Sinne der Telekommunikationsbranche zuzurechnen, so dass eine Fortschreibung beider Kurse unter Berücksichtigung einer branchentypischen Wertentwicklung ebenfalls zu keiner Verschiebung des Verhältnisses führen würde, weil man sich am jeweils gleichen Index zu orientieren hätte. Selbst wenn

man aber – anders als vom Senat vertreten - bei der Wertentwicklung differenzieren würde und mit Blick auf den Kurs der Antragsgegnerin auf die Entwicklung des Dax und mit Blick auf die T-Online AG auf den Tech Dax abstellen würde, führte dies gleichfalls zu keiner berücksichtigungsfähigen Verschiebung. Denn in dem aus Sicht des Senats insoweit als relevant einzustufenden Zeitraum von August 2004 bis Mai 2005 verlief die Entwicklung beider Indices weitgehend parallel.

Schließlich kann sich der Senat den Erwägungen einiger Antragsteller zu einer Ausdehnung der Referenzperiode über den Zeitraum von drei Monaten hinaus unter gleichzeitiger Ausklammerung der beiden vor der Bekanntgabe liegenden Quartale nicht anschließen.

Der damit verbundenen übermäßigen Ausdehnung der Referenzperiode steht entgegen, dass man sich hierdurch von dem Bewertungsstichtag und den an diesem Tag maßgeblichen Verhältnissen entfernt. Dies gilt erst recht, sofern – wie mit der Nichtberücksichtigung der beiden Quartale vor der Bekanntgabe impliziert - alle zeitlich näher am Bewertungsstichtag liegenden Kurse ausgeklammert würden. Demgemäß findet – soweit ersichtlich - der Ansatz der Antragsteller zu 12) u.a., wonach ein Referenzzeitraum von fast 1 ¼ Jahren vor dem Bewertungsstichtag gewählt werden sollte, keine Stütze in Literatur oder Rechtsprechung.

Zu konzedieren ist allerdings, dass die konkrete Länge der Referenzperiode eine letztlich nur eingeschränkt begründbare Wertung voraussetzt. Gerade unter diesem Aspekt ist eine einheitliche Festlegung der Referenzperiode aus Gründen der Rechtssicherheit im Regelfall vorzugswürdig. Dabei hat sich in Literatur und Rechtsprechung ein Zeitraum von drei Monaten durchgesetzt, der nicht zuletzt auch vom Verordnungsgeber in § 5 WpÜG Angebotsverordnung für maßgeblich erachtet wird und der kürzlich eine weitere Bestätigung durch den Bundesgerichtshof erfahren hat (Beschluss vom 18. Juli 2010 – II ZB 18/98).

Hiervon abzuweichen bietet die vorliegende Sachverhaltskonstellation keine Veranlassung. Sie ergibt sich insbesondere nicht daraus, dass – dem Vortrag

einiger Antragsteller zufolge - unternehmensintern die Verschmelzung bereits im Februar 2004 initiiert worden ist. Ein derartiger unternehmensinterner Vorgang beeinflusst die Marktpreisbildung nicht, solange er nicht öffentlich publik gemacht wird, weswegen das Ende der Referenzperiode mit der erstmaligen Bekanntmachung der Maßnahme und nicht mit der erstmaligen unternehmensinternen Beschlussfassung zusammenzufallen hat. Die Unabhängigkeit des Kurses von etwaigen intern gefassten Absichten zur Einleitung einer Reintegration der T-Online AG in die Antragsgegnerin wird insoweit auch durch den Verlauf der der Aktien der T-Online AG bestätigt, denn erst die Bekanntmachung im Rahmen einer Ad hoc – Mitteilung am 8. Oktober 2004 löste einen deutlichen Kurssprung aus.

Soweit es darüber hinaus um die angeblich mit der Zusammenführung beider Unternehmen verbundene Einflussnahme auf die Entscheidung zur Einführung der Voice over IP - Technologie geht, kann auf die bereits oben zur Kursmanipulation gemachten Ausführungen verwiesen werden. Mangels Manipulation kommt aus dem vorgenannten Grund keine Verlängerung des Referenzzeitraumes in Betracht. Für weitere, nicht näher substantiiert behauptete, angeblich aber negative Einflussnahmen auf die Geschäftspolitik der T-Online AG in der relevanten Referenzperiode gilt Entsprechendes.

bbb) Zieht man demgemäß für beide Gesellschaften einen gewichteten Durchschnittkurs heran und bezieht dies auf eine Referenzperiode von drei Monaten vor der erstmaligen Bekanntgabe der beabsichtigten Verschmelzung, also vom 8. Juli 2004 bis zum 8. Oktober 2004, ergibt sich hieraus ein anteiliger Börsenwert der T-Online AG in Höhe von 8,59 € und der Antragsgegnerin in Höhe von 14,31 €. Dies führt zu einem Umtauschverhältnis von einer Aktie der T-Online AG zu 0,6 Aktien der Antragsgegnerin.

Dies Ergebnis wird darüber hinaus auch im Wesentlichen durch denkbare Verprobungen vornehmlich anhand geänderter Referenzperioden bestätigt. Dehnt man etwa die Referenzperiode auf 6 Monate vor Bekanntgabe der Maßnahme aus, ergeben sich gewichtete Durchschnittskurse für die T-Online AG respektive die Antragsgegnerin von 8,86 € bzw. 14,17 €, woraus eine Umtauschrelation von

einer T-Online AG Aktie zu 0,62 Aktien der Antragsgegnerin folgt. Entsprechend geringfügig ist die Änderung, wenn man die Referenzperiode auf 9 Monate ausdehnt. In diesem Fall liegt das Umtauschverhältnis bei 0,63 und damit weiterhin bei einer Abweichung von 5 %. Selbst wenn man die Referenzperiode auf 12 Monate hin ausdehnt, verbleibt es bei einer Abweichung von 10 % und damit einem Wert, der überwiegend in der Literatur als noch vertretbar erachtet wird (vgl. Paschos, ZIP 2003, 1017, 1024; Bungert, BB 2003, 699, 701; aA Puszkaljer, BB, 2003, 1692, 1694, der 5 % als die Grenze erachtet). Dass dabei, wie sich aus den von den Antragstellern zu 12) u.a. vorgelegten Berechnungen ergibt, bereits relativ geringe Veränderungen in Bezug auf das Umtauschverhältnis bei der Höhe der Zuzahlung durchaus bemerkbar macht, steht dem Ergebnis nicht entgegen, weil die Höhe der Zuzahlung maßgeblich von der absoluten Kurshöhe des aufnehmenden Unternehmens beeinflusst wird, dieser Wert aber unabhängig von der Güte des Schätzergebnisses ist.

Ebenso verbleibt es bei einer (relativ) stabilen Schätzung des angemessenen Verhältnisses, wenn man den Tag, an dem die jeweilige Referenzperiode endet, variiert. Lässt man etwa die Referenzperiode mit dem Tag der erstmaligen Bekanntgabe der denkbaren Umtauschspanne enden, legt man also einen Zeitraum zugrunde, in dem die Verschmelzung bereits teilweise bekannt war, die von den beteiligten Unternehmen ins Auge gefasste Umtauschrelation hingegen nicht, und bezieht drei Monate in die Durchschnittsbildung ein, so sind zwar die durchschnittlichen gewichteten Kurse auf 9,50 € respektive 15,99 € gestiegen. Die maßgebliche Umtauschrelation liegt aber bei 1 zu 0,59 bzw. – wenn man 6 Monate in die Betrachtung einbezieht – sogar exakt bei 1 zu 0,60. Auch wenn man die Referenzperiode mit dem Tag der Bekanntgabe des exakten Umtauschverhältnisses enden lässt, verbleibt es bei einer Abweichung von unter 5 %, wobei diesmal die entsprechende Abweichung zuungunsten der T-Online AG Aktionäre ausfällt.

Zusätzlich bestätigt wird das Ergebnis durch den Umstand, dass auch die Standardabweichungen der Kurse ebenso wie die Standardabweichungen der Umtauschrelationen nur gering sind. Sie bewegen sich für die Kurse bei etwa 0,5 € und liegen für die Umtauschverhältnisse bei 0,04 und zwar jeweils für die

Zeiträume 3 oder 6 Monate vor der erstmaligen Bekanntgabe der Verschmelzung, mithin für den aus Sicht des Senats relevanten Referenzzeitraum.

Selbst wenn man den Betrachtungszeitraum auf ein Jahr ausdehnt, verbleibt es bei einer verhältnismäßig geringen Schwankung. Die Standardabweichungen bleiben für beide Kurse deutlich unter einem Euro. Die Standardabweichung für das Umtauschverhältnis steigt auf lediglich 0,07. Entsprechend beurteilt der Senat die Stabilität der Kurse anders als die Antragsgegnerin, die – zu Unrecht – allein mit Blick auf die Höchst- und Tiefstkurse beider Unternehmen in dem Zeitraum vom 1. Juli 2003 bis 29. April 2005, nämlich 16,79 € bzw. 12,44 € für den Aktienkurs der Antragsgegnerin und 11,89 € bzw. 7,51 € für den Kurs der T-Online AG, von großen Schwankungsbreiten spricht.

Insgesamt führen die unterschiedlichen Verprobungen mithin zu einer Bestätigung der vom Senat präferierten Methode einer Bewertung anhand der Börsenwerte. Denn die Kurse und noch mehr das maßgebliche Umtauschverhältnis erweisen sich als im relevanten Zeitablauf relativ stabil. Zugleich fallen in die Zeit nach der Bekanntgabe der Maßnahme keine wesentlichen Entwicklungen mehr, die bei der Bewertung zwingend hätten Berücksichtigung finden müssen und das Schätzergebnis hätten in Frage stellen können, was seitens der Antragsgegnerin für den (Teil-)Zeitraum vom 1. April bis zum 29. April 2005 überdies ausdrücklich bestätigt wird.

Schließlich erweist eine Analyse der vorgelegten Börsenkurse, dass die von der Antragsgegnerin anhand der Ertragswertmethode ermittelten anteiligen Unternehmenswerte für keine der Gesellschaften auch nur annähernd erreicht worden sind. Während des gesamten Zeitraums von einem Jahr bis zum Tag der Hauptversammlung lag der Kurs der T-Online AG bei höchstens 11,89 € und derjenige der Antragsgegnerin bei 16,79 €. Dies sind jeweils Werte, die um fast 25 % respektive fast 70 % von den seitens der Antragsgegnerin geschätzten Ertragswerten abweichen. Dieses Bild verstärkt sich noch, wenn man die nach dem Bewertungsstichtag notierten Kurse mit in die Überlegung einbezieht. Nach diesem Tag blieb der Kurs der T-Online AG deutlich unter 10 €, derjenige der Antragsgegnerin verblieb im gesamten nächsten Jahr deutlich unter 15 €.

ccc) Des Weiteren bedarf es entgegen der Auffassung einiger Antragsteller auch keiner Korrektur der herangezogenen Durchschnittskurse wegen nach dem Bewertungsstichtag vorgenommener Dividendenzahlungen.

Zur Begründung ihrer Ansicht, es habe eine Korrektur der Börsenkurse vorgenommen werden müssen, weisen die Antragsteller darauf hin, dass nach dem Hauptversammlungsbeschluss und vor dem Wirksamwerden der Verschmelzung mit seiner Eintragung am 6. Juni 2006 von der Antragsgegnerin eine Dividende in Höhe von 0,72 € je Aktie für das Jahr 2005 an deren Aktionäre ausgeschüttet worden sei, wohingegen an die Aktionäre der T-Online AG nur eine Dividende für das Jahr 2005 in Höhe von 0,04 € gezahlt worden sei. Dadurch habe sich nachträglich das Vermögen der Antragsgegnerin verhältnismäßig verringert, was bei der Ermittlung der Umtauschrelation habe Berücksichtigung finden müssen.

Dabei ist den Aktionären darin zuzustimmen, dass die aufgrund der nicht vorhergesehenen verzögerten Eintragung der Verschmelzung ins Handelsregister, an beide Aktionärskreise getrennte Dividendenausschüttung zu einer nachträglichen Wertverschiebung geführt hat, wodurch das als angemessen für den Bewertungsstichtag angesehene Umtauschverhältnis faktisch nicht realisiert wurde.

Das Umtauschverhältnis wird nämlich durch die zum Bewertungsstichtag am 29. April 2005 bestehenden Unternehmenswerte bestimmt, die anhand der durchschnittlichen Börsenkurse vor der erstmaligen Bekanntgabe der Maßnahme geschätzt werden. Diese wiederum sind Ausdruck der zu diesem Zeitpunkt erwarteten zukünftigen Dividenden (vgl. Steinhauer, AG 1999, 299, 303). Darin fand vorliegend auch die Dividende des Jahres 2006 Eingang. Diese am Bewertungsstichtag noch zukünftige Dividende war entsprechend Teil des Wertes der jeweils eingebrachten Unternehmen. Sie wäre bei sofortiger, jedenfalls aber zügiger Eintragung und damit zeitnaher Wirksamkeit der Verschmelzung beiden Aktionärsgruppen zugute gekommen. Aufgrund der verzögerten Eintragung wurde jedoch die Dividende des Jahres 2006 nicht in das gemeinsame Unternehmen

eingebracht, sondern an die Aktionäre der T-Online AG bzw. der Antragsgegnerin jeweils getrennt ausgeschüttet und damit zugleich der Wert der später verschmolzenen Unternehmen gerade um diesen Betrag vermindert. Eine faktische Schlechterstellung der Aktionäre der T-Online AG war die Folge, weil die ausgeschüttete Dividende der Antragsgegnerin absolut und insbesondere auch gemessen am angemessenen Umtauschverhältnis relativ höher war.

Die Antragsteller übersehen jedoch, dass diese faktische Verfehlung des zunächst vorgesehenen und als angemessen anzusehenden Umtauschverhältnisses eine notwendige Konsequenz des Stichtagsprinzips ist. Sie resultiert aus dem Umstand, dass der Bewertungsstichtag von dem Verschmelzungsstichtag abweicht. Was die jeweiligen Aktionäre in das neue Unternehmen tatsächlich einbringen, bestimmt sich nämlich nach dem Wert der Unternehmen an dem Verschmelzungsstichtag und nicht daran, was die Gesellschaften zum Zeitpunkt des Zustimmungsbeschlusses wert waren. Denn erst zu diesem späteren Zeitpunkt wird die Verschmelzung realisiert und erst dann werden die Unternehmen in ihrem jeweiligen Wert zusammengeführt. Entsprechend kann sich die Relation in der Zwischenzeit verschieben. Denkbar sind unerwartete Gewinne, überraschende Verluste oder unvorhergesehene Produktinnovationen ebenso wie eine nicht in den Blick genommene Ausschüttung späterer Dividenden an die jeweils dann noch getrennten Aktionärskreise.

Dies führt aber gleichwohl nicht dazu, dass entgegen der herrschenden Meinung (so implizit OLG Stuttgart, Beschluss vom 22. September 2009 – 20 W 20/06 -, Juris; Stichtag 17.7.2001; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 16. Juli 2008 – 12 W 16/02 -, Juris Rdn. 99; ausdrücklich Stratz, in: Schmitt/Hörtnagel/Stratz, UmwG, 3. Aufl., § 15 Rdn. 10 mwNachw) der Bewertungsstichtag mit dem Verschmelzungsstichtag zusammen fallen müsste. In diesem Fall käme es nämlich zu unüberwindbaren praktischen Schwierigkeiten, da die Entscheidung der Hauptversammlung zu einem gegenüber dem Verschmelzungsstichtag vorgelagerten Zeitpunkt erfolgen muss. Zudem ist der Bewertungsstichtag für einen Sonderfall der Verschmelzung gesetzlich in § 30 UmwG vorgegeben und auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der

übertragenden Gesellschaft festgelegt. Eine Abweichung im hier gegebenen Normalfall würde erhebliche Inkonsistenzen nach sich ziehen.

Nachträgliche, unerwartete Wertverschiebungen sind daher grundsätzlich hinzunehmen. Dies führt regelmäßig zu keiner Gerechtigkeitslücke, da das Umtauschverhältnis zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtages auf der Grundlage der damals verfügbaren Informationen angemessen zu sein hat, etwaige Wertverschiebungen mithin gleichermaßen zugunsten wie zuungunsten der Antragsteller auftreten können.

Ob im Fall einer gezielten Ausschüttungspolitik zulasten der Minderheitsaktionäre der übertragenden Gesellschaft abweichend vom Grundsatz des Stichtagsprinzips eine Korrektur erforderlich werden könnte, bedarf vorliegend keiner näheren Erörterung. Denn die Antragsgegnerin hat unwidersprochen vorgetragen, dass sie mit der Ausschüttung im Jahr 2006 im Rahmen ihrer früheren Dividendenpolitik geblieben sei. Eine bewusste nachträgliche Einflussnahme auf das später realisierte Umtauschverhältnis liegt mithin nicht vor.

bb) Eine Modifikation der dergestalt ermittelten Verschmelzungsrelation von einer Aktie der T-Online AG zu 0,6 Aktien der Antragsgegnerin aufgrund der Ergebnisse der fundamentalanalytischen Methode ist nicht veranlasst.

aaa) Zunächst besteht keine Veranlassung dazu, einen etwaigen Mittelwert aus dem Börsenwert und dem Ertragswert der Gesellschaften zu bilden (so aus vornehmlich verfassungsrechtlichen Gesichtspunkten in Erwägung gezogen von OLG Stuttgart, AG 2007, 705, 714). Es ist nicht anzunehmen, dass die Kombination aus zwei jeweils nicht zweifelsfreien Werten zu einer besseren Schätzung führen könnte. Im Gegenteil erlangt man auf diese Weise nur einen vollends nicht nachvollziehbaren Betrag, der mangels Konsistenz bei der Ermittlung einer inneren Rechtfertigung nicht zugänglich ist. So ist – wie bereits angesprochen – beim Börsenwert die Unternehmensplanung auf dem Prüfstand der Marktteilnehmer, nicht oder nur sehr eingeschränkt hingegen bei dem Ertragswertverfahren. Ebenso kann es zu Konflikten bei der Berücksichtigung von Synergieeffekten kommen, sofern man Ertrags- und Börsenwerte miteinander in

Form einer Mittelwertbildung kombiniert (vgl. dazu Tonner, Festschrift K. Schmidt, 2009, 1581, 1594).

Warum sodann eine Mischung der verschiedenen Bewertungsansätze seinerseits zu einer besseren Schätzung führen sollte, ist methodisch wie inhaltlich nicht zu begründen. Demgemäß kommt es auf den Ertragswert zum Zweck der Bildung eines Mittelwertes nicht an.

bbb) Überdies ist die Heranziehung der Ertragswerte nicht zur Bildung eines wie immer gearteten Mindestwertes geboten. So besteht entgegen der von einigen Antragstellern vertretenen Ansicht eines verfassungsrechtlich gebotenen Schutzes der Minderheitsaktionäre der übertragenden Gesellschaft weder für die übertragende noch für die übernehmende Gesellschaft ein Meistbegünstigungsgebot dergestalt, dass stets das Maximum aus Ertrags- und Börsenwert bei der Bildung der Verschmelzungsrelation heranzuziehen wäre (vgl. etwa Reuter, DB 2001, 2483; Puszkaljer, BB 2003, 1692, 1694; Paschos, ZIP 2003, 1017, 1021 ff.). Zugleich ist entgegen der Ansicht der Antragsgegnerin nicht allein deshalb auf die Ertragswerte abzustellen, weil diese (absolut) höher sind als die Börsenwerte. Überdies müssen die Ertragswerte entgegen der Auffassung der Antragsteller auch nicht überprüft werden, um zu ermitteln, wie sich die Ertragswert- zur Börsenwertrelation verhält und sodann die aus Sicht der Minderheitsaktionäre der übertragenden Gesellschaft günstigere Relation heranzuziehen.

Einzig denkbare Begründung, warum – gleich ob absolut oder relativ - der jeweils höhere Wert gewählt werden sollte, ist allein ein etwaig verfassungsrechtlich gebotener Schutz der Minderheitsaktionäre der übertragenden Gesellschaft. Damit setzen die genannten Erwägungen sämtlich voraus, dass die Börsenkurse der Unternehmen zwar möglicherweise zutreffend den Verkehrswert der betroffenen Unternehmensanteile abbilden, nicht hingegen in Form von Börsenwerten zugleich den besten Schätzer für die Unternehmenswerte darstellen. Gerade hiervon ist vorliegend aber nicht auszugehen (anders und insoweit unterscheidend zwischen der Aussagekraft des Kurses für den Verkehrswert des Anteils und denjenigen des Unternehmens für die dortige Sachverhaltskonstellation BGH, NJW 2001, 2080,

2082; kritisch hierzu Stilz, ZGR 2001, 875, 892). Ist jedoch der Börsenwert zugleich der beste Anhalt für den Unternehmenswert, kommt ein hiervon abweichendes Abstellen auf etwaige Ertragswerte oder Ertragswertrelationen schon deshalb nicht in Betracht, weil diese annahmegemäß nicht den Unternehmenswert zutreffend(er) widerspiegeln. In diesem Fall gleichwohl auf die Ertragswerte abzustellen wäre ähnlich wenig begründbar, wie etwa mittels der Multiplikatormethode gewonnene Werte als Höchstwerte heranzuziehen. Demgemäß stellen sich auch nicht die von der Antragsgegnerin aufgegriffenen Erwägungen zu einem scheinbar unauflösbaren Gegensatz zwischen dem Schutz der Minderheitsaktionäre der übertragenden Gesellschaft vermittels einer Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze und der Wahrung der ebenfalls verfassungsrechtlich geschützten Interessen der Aktionäre der übernehmenden Gesellschaft (vgl. zu diesem „perplexen Zustand" OLG Stuttgart, AG 2007, 705; Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, 464 ff.). All diese Probleme spielen nur dann eine Rolle, wenn – anders als hier – geschätzter Unternehmenswert und Börsenwert auseinander fallen.

ccc) Schließlich sind die Ertragswerte auch nicht im Wege einer Kontrollüberlegung bei der Ermittlung der Börsenwerte heranzuziehen ähnlich wie dies die Gründsätze des IDW für die Börsenwerte bei der Ermittlung der Ertragswerte vorsehen und wie dies auch vom Senat mit Blick auf die Festlegung eines der Höhe nach unsicheren Wachstumsabschlages bereits durchgeführt worden ist (vgl. Beschluss vom 15. Februar 2010 – 5 W 52/09 -, Juris).

Denn anders als bei der Ertragswertmethode bestehen bei der Ermittlung der Börsenwerte nur relativ geringe Bewertungsspielräume. Ein Spielraum ist nur bei der Durchschnittsbildung bzw. bei der Bestimmung der heranzuziehenden Referenzperiode denkbar. Hierbei ist aber bereits aus Gründen der Rechtssicherheit eine Orientierung an eindeutigen, insbesondere gesetzlichen Anhalten, wie sie in § 5 WpÜG-AngebotsVO vorgeben sind, geboten.

Überdies steht dem der Grundsatz entgegen, wonach im Spruchverfahren Kosten und zusätzlicher Erkenntnisgewinn in angemessenem Verhältnis zueinander

stehen müssen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. März 2006 – 20 W 5/05 -, Juris Rdn. 41 mwNachw). Eine Überprüfung der Börsenwerte bzw. deren Aussagekraft erforderte jedenfalls die Gewissheit weitgehend zutreffender Ertragswerte. Dies gilt umso mehr, als hier die ermittelten Ertragswerte sehr deutlich von den Börsenwerten abweichen. Um insoweit sinnvoll die Ertragswerte als Kontrollüberlegung heranziehen zu können, müsste allen hiergegen vorgebrachten Einwänden im Detail nachgegangen werden. Dieser zeitliche und kostenträchtige Ansatz steht in keinem angemessenen Verhältnis zu dem damit verbundenen Erkenntnisgewinn.

ddd) Da die Ertragswerte weder zur Bildung eines Mittelwertes, noch als Untergrenze oder als Kontrollüberlegung heranzuziehen sind, besteht gleichzeitig keine Veranlassung zu weiteren Ermittlungen von Amts wegen zu der seitens der Antragsteller bestrittenen Höhe der Ertragswerte. Vielmehr kann dahingestellt bleiben, ob und welche der zahlreichen Einwände gegen die Ertragswertermittlung der Antragsgegnerin berechtigt sind.

Hierin liegt – entgegen der Auffassung einiger Antragsteller – keine Verweigerung von Rechtsschutz. Ebenso beinhaltet dieses Vorgehen nicht das rechtswidrige Außerachtlassen der für eine Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO etwaig bedeutsamer Umstände. Stattdessen ist dies Folge der begründeten Überzeugung, dass die Börsenwerte verlässlich den Wert der an der Verschmelzung beteiligten Unternehmen widerspiegeln. In Anbetracht des damit ausgeübten Schätzungsermessens ist es konsequent, keine weiteren kosten- und zeitintensiven Ermittlungen zum Ertragswert anzustellen (vgl. auch OLG Stuttgart, ZIP 2004, 712; Hüttemann, ZGR 2001, 454, 477).

cc) Die vom Senat vorgenommene Überprüfung anhand der Börsenwerte beider Gesellschaften führt zu einem Umtauschverhältnis, das jedenfalls nicht nur geringfügig von dem seitens der Verschmelzungspartner vertraglich festgesetzten Verhältnis abweicht und von daher die Festsetzung einer Ausgleichszahlungen in Höhe von 1,15 € je Aktie der T-Online AG erfordert.

Einen Vergleich der jeweils ermittelten Werte zeigt folgende Übersicht:

	T-Online AG		Verhältnis
Börsenkurs (1)	8,59 €	14,31 €	0,60
Ermittelter anteiliger Ertragswert (2)	14,71 €	28,31 €	0,52
Abweichung | (1-2)/1 |	71,25 %	97,83 %	13,33 %

Bei der hier zutage tretenden Abweichung handelt es sich um eine erhebliche Differenz (vgl. Pilz, ZGR 2001, 185, 208). Das gilt sowohl, wenn man bei der Frage nach der Erheblichkeit auf die Abweichung der einzelnen Unternehmenswerte als auch wenn man auf die Abweichung der Relation abstellt. Jeweils liegt sie deutlich über 10 %. Eine solche Abweichung ist trotz des Wortlautes der Vorschrift, wonach nur ein angemessenes, aber kein richtiges Verhältnis zu fordern ist (vgl. § 12 Abs. 2 Satz 1 UmwG), und trotz der mit jeder Schätzung verbundenen Ungenauigkeit nicht mehr tolerierbar.

Demgemäß kann bei der Ermittlung des Umtauschverhältnisses nicht auf die von der Antragsgegnerin ermittelten Ertragswerte zurückgegriffen werden. Vielmehr hat der Senat wie zuvor das Landgericht selbständig die Unternehmenswerte zu schätzen. Dies erfolgt – wie dargelegt – anhand der Börsenwerte und führt zu einem angemessenen Umtauschverhältnis von einer T-Online AG Aktie gegen 0,6 Aktien der Antragsgegnerin. Da aufgrund der vertraglichen Vereinbarung jeder Aktionär der T-Online AG nur 0,52 Aktien der Antragsgegnerin erhielt, erfordert dies – wie vom Landgericht zutreffend beschlossen - zusätzlich eine bare Ausgleichszahlung pro T-Online AG Aktien in Höhe von 1,15 € (= (0,60 – 0,52) x 14,31 €), um dennoch ein angemessenes Umtauschverhältnis zu gewährleisten. Entsprechend waren die wechselseitigen Beschwerden gegen den Beschluss des Landgerichts zurückzuweisen.

III. Die Kostenentscheidung beruht auf § 15 SpruchG.

Die Gerichtskosten im Beschwerdeverfahren einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters sind von der Antragsgegnerin zu tragen. Insoweit hat der Senat von der in § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG vorgesehenen Möglichkeit keinen Gebrauch gemacht, weil die Beschwerden der Antragsteller nicht offensichtlich erfolglos waren (vgl. Simon/Winter, SpruchG, 2007, § 15 Rz. 63 ff.).

Die beschwerdeführenden und anschlussbeschwerdeführenden Antragsteller haben ihre notwendigen Auslagen selbst zu tragen, weil ihr Rechtsmittel erfolglos blieb, und mithin eine Kostentragungspflicht der Antragsgegnerin unter Berücksichtigung des Verfahrensausgangs nicht der Billigkeit entsprochen hätte (§ 15 Abs. 4 SpruchG). Da ebenfalls die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin erfolglos blieb, kam zugleich eine Erstattung deren außergerichtlicher Kosten gemäß § 13a Abs. 1 Satz 2 FGG a.F. nicht in Betracht. Bei entgegengesetzt eingelegten Beschwerden, die wechselseitig erfolglos geblieben sind, findet § 13a Abs. 1 Satz 2 FGG a.F. nämlich keine Anwendung, sondern verbleibt es bei dem Grundsatz der Pflicht zur Tragung der jeweils eigenen außergerichtlichen Kosten nach § 13a Abs. 1 Satz 1 FGG a.F. (vgl. Zimmermann, in: Keidel/Kuntze/Zimmermann, FGG, 15. Aufl., § 13a Abs. 34).

Allerdings hat die Antragsgegnerin gemäß § 15 Abs. 4 SpruchG den nicht beschwerdeführenden oder anschlussbeschwerdeführenden Antragstellern ihre notwendigen Auslagen zu erstatten. Dies entspricht unter Berücksichtigung des mangelnden Erfolgs des Rechtsmittels der Antragsgegnerin und damit des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit, wobei die hier vorgenommene Differenzierung der Kostenerstattung mit Blick auf das Verhalten der Antragsteller im Beschwerdeverfahren keinen Bedenken unterliegt (vgl. Simon/Winter, SpruchG, § 15 Rdn. 99).

Die Kosten des gemeinsamen Vertreters können derzeit nicht festgesetzt werden, weil sie noch nicht geltend gemacht worden sind. Nach § 6 Abs. 2 SpruchG gehört dazu ein Verlangen des gemeinsamen Vertreters. Überdies ist die Höhe der Auslagen nicht bekannt.

Die Festsetzung des Geschäftswerts folgt aus § 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG. Dabei war der Geschäftswert auf die in der Vorschrift vorgesehene Höchstgrenze beschränkt.

IV. Die Entscheidung ist rechtskräftig. Eine Pflicht zu einer Vorlage des Verfahrens an den Bundesgerichtshof nach § 28 Abs. 2, 3 FGG a.F. besteht nicht.

Insbesondere weicht der Senat entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin nicht von einer Entscheidung des Oberlandesgerichts Stuttgart (AG 2007, 705) ab. Insoweit ist zwar zu konstatieren, dass das Oberlandesgericht Stuttgart in dem erwähnten Beschluss ausgesprochen hat, allein die Ertragswerte seien für die Ermittlung des Umtauschverhältnisses bei dem zu beurteilenden Verschmelzungsvertrag heranzuziehen, die Börsenwerte seien hingegen im konkreten Fall ohne Bedeutung. In Rede stand aber nicht die (generell) richtige Bewertungsmethode, sondern die Frage nach einer durch den Börsenkurs determinierten Mindestrelation. Um eine Mindestrelation geht es vorliegend jedoch nicht, sondern allein um die Schätzung der Unternehmenswerte anhand deren Börsenwerte. Ob eine solche Schätzung möglich ist, ist eine Frage des Einzelfalles, die in der erwähnten Entscheidung vom Oberlandesgericht Stuttgart nicht grundsätzlich verneint, sondern nur für den dort zu entscheidenden Fall mit Blick auf einen nach Ansicht des Gerichts zur Unterbewertung führenden Konglomeratsabschlag abgelehnt wurde (vgl. OLG Stuttgart, AG 2007, 705, 707 f.).

Überdies weicht der Senat ebenfalls nicht von der Entscheidung des Oberlandesgerichts Düsseldorf vom 10. Juni 2009 (26 W 1/07 –, Juris) ab. In dem genannten Beschluss hat das Oberlandesgericht Düsseldorf zwar grundsätzliche Zweifel an der Aussagekraft von Börsenkursen geäußert. Eine generelle Aussage dahingehend, der Markt schätze stets aufgrund bestehender Informationsdefizite den Unternehmenswert falsch ein, lässt sich der genannten Entscheidung jedoch nicht entnehmen (vgl. Oberlandesgerichts Düsseldorf vom 10. Juni 2009 - 26 W 1/07 – Juris, Rdn. 89). Stattdessen wurde der Börsenkurs nur aufgrund von konkreten Informationsdefiziten für nicht aussagekräftig eingestuft und eine

Unterbewertung der Kurse der dortigen Antragsgegnerin zu 1) angenommen (vgl. Oberlandesgerichts Düsseldorf vom 10. Juni 2009 (26 W 1/07 – Juris, Rdn. 90 f.).

Schließlich lässt sich der Entscheidung des Bundesgerichtshofs vom 13. März 2001 (NJW 2001, 2080) kein von der hier vertretenen Ansicht des Senats abweichender Grundsatz dahingehend entnehmen, dass selbst dann auf den höheren Ertragswert abzustellen ist, wenn der Börsenkurs nicht nur einen richtigen Anhalt für den Verkehrswert der Aktien, sondern darüber hinaus - in einem wie hier gegebenen Einzelfall - zugleich die Börsenwerte der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften einen akuraten Schätzer für den Verkehrswert der Unternehmen als Ganzes darstellen. Überdies könnte ein entsprechender Rechtssatz des Abstellens auf den höheren Ertragswert jedenfalls nicht als tragend angesehen werden, weil in der genannten Entscheidung ohnehin der Börsenkurs über dem anteiligen Ertragswert der beherrschten Gesellschaft lag.