



Kammergericht

Beschluss

Geschäftsnummer: **2 W 148/01**
98 O 19/90 Landgericht Berlin

In dem Spruchstellenverfahren

hat der 2. Zivilsenat des Kammergerichts durch den Vorsitzenden Richter am Kammergericht
 und die Richter am Kammergericht und in der Sitzung
 am 16. Oktober 2006 **b e s c h l o s s e n** :

Auf die Beschwerden der Antragsteller zu 1), 3), 5), 7) bis 9) und 11) wird der Beschluss der Kammer für Handelssachen 98 des Landgerichts Berlin vom 5. Januar 2001 unter Zurückweisung der Anschlussbeschwerde der Antragsgegnerin geändert:

Die Barabfindung, die den ausscheidenden Aktionären der Deutsche Telephonwerke und Kabelindustrie AG aufgrund der in der Hauptversammlung am 10. Dezember 1990 beschlossenen Umwandlung auf die Antragsgegnerin zusteht, wird auf 702,12 DM (358,99 EUR) je Aktie über nominal 50,00 DM bestimmt.

Die gerichtlichen und außergerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der angemessenen baren Auslagen des gemeinsamen Vertreters und der Vergütung für seine Tätigkeit trägt die Antragsgegnerin.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten wird für beide Instanzen auf 21.035.347,20 DM (10.755.202,24 EUR) festgesetzt.

A.

Die Antragsteller waren Aktionäre der Deutsche Telephonwerke und Kabelindustrie AG (DeTeWe neu), die durch Verschmelzung einer damals unter derselben Firma firmierenden Aktiengesellschaft (DeTeWe alt) auf die Bergmann-Electricitäts-Werke Aktiengesellschaft (folgend: Bergmann AG) entstanden war. Nach der Verschmelzung übernahm die Bergmann AG die Firma der auf sie verschmolzenen Gesellschaft (DeTeWe neu).

Einige der Antragsteller hatten die Auffassung vertreten, das im damaligen Verschmelzungsvertrag für den Umtausch von Aktien vorgesehene Umtauschverhältnis sei zu niedrig bemessen und mit dieser Begründung zum Aktenzeichen 98 Akt E 14/90 beim Landgericht Berlin ein Nachprüfungsverfahren zur Angemessenheit des Umtauschverhältnisses eingeleitet (DeTeWe I; jetzt zum Aktenzeichen 2 W 27/01 beim Senat anhängig). Gegenstand des hiesigen Verfahrens (DeTeWe II) ist die Überprüfung der Angemessenheit der den außenstehenden Aktionäre im Zuge der Umwandlung der „DeTeWe neu“ auf die Antragsgegnerin angebotene Barabfindung.

Hauptaktionärin der am 1. August 1990 in das Handelsregister eingetragenen verschmolzenen Gesellschaft war die
 94,96 % der Aktien hielt. Am 16. August 1990 wurde im Bundesanzeiger die Einladung zu einer außerordentlichen Hauptversammlung der DeTeWe (neu) veröffentlicht, auf der über die Umwandlung der DeTeWe (neu) auf die Antragsgegnerin beschlossen werden sollte. Gleichzeitig wurde den Aktionären ein Abfindungsangebot über einen Betrag von 400,00 DM je Aktie im Nenn-
 AVR1

betrag von 50,00 DM gemacht. Während die Aktien der DeTeWe (neu) am 16. August 1990 an der Börse nach der Datenbank des Hoppenstedt Verlages noch mit 690,00 DM je Aktie gehandelt worden waren, sank dieser Wert auf 580,00 DM am Folgetag. Am 27. August 1990 wurde die Aktie noch mit 430,00 DM notiert.

Die Hauptversammlung fand ankündigungsgemäß am 26. September 1990 statt und die Umwandlung wurde mehrheitlich beschlossen. Unter Hinweis auf Einladungsmängel wurde die Eintragung der Umwandlung im Handelsregister jedoch abgelehnt.

Darauf lud der Vorstand der DeTeWe (neu) – veröffentlicht im Bundesanzeiger vom 31. Oktober 1990 – erneut zu einer diesmal für den 10. Dezember 1990 vorgesehenen außerordentlichen Hauptversammlung ein, auf der über die Umwandlung der Gesellschaft beschlossen werden sollte. Auf der Grundlage einer Umwandlungsbilanz zum 30. Juni 1990 wurde den Aktionären ein Abfindungsangebot über einen Betrag von 404,00 DM je Aktie im Nennbetrag von 50,00 DM gemacht. Auf der Hauptversammlung wurde unter Aufhebung der Beschlüsse der außerordentlichen Hauptversammlung vom 26. September 1990 die Umwandlung einschließlich des Abfindungsangebots beschlossen und am 19. Dezember 1990 im Handelsregister eingetragen. An der Börse wurde der Kurs der Aktie der DeTeWe (neu) im Zeitraum zwischen dem 27. August und dem 10. Dezember 1990 zwischen 475,00 DM und 403,00 DM notiert; der am 10. Dezember 1990 notierte Kurs betrug 427,00 DM.

Gegen das Barangebot haben die Antragsteller zu 1. bis 9. das Verfahren zur Bestimmung der angemessenen Abfindung gemäß den §§ 13, 30 ff UmwG a.F. fristgerecht beantragt. Die Antragsteller zu 10. bis 12. haben sich innerhalb der Frist des § 32 Abs. 2 S. 2 UmwG a.F. durch eigene Anträge angeschlossen. Durch Beschluss vom 20. Juni 1991 hat das Landgericht Berlin
zum gemeinsamen Vertreter der ausscheidenden Aktionäre bestellt.

Das Landgericht hat Beweis erhoben gemäß den Beschlüssen vom 22. Juli 1992 und 27. Januar 1993, auf deren Inhalt jeweils verwiesen wird (Bl. II 70 und 80) durch Einholung eines schriftlichen Gutachtens der (

, jetzt | vom 30.
Dezember 1997 mit den ergänzenden Stellungnahmen der | und
vom 29. Dezember 1999, auf deren Inhalt jeweils Bezug genommen wird.

Durch Beschluss vom 5. Januar 2001 hat das Landgericht die Höhe der den außenstehenden Aktionären der DeTeWe (neu) aufgrund der in der Hauptversammlung vom 10. Dezember 1990

beschlossenen Umwandlung auf die Antragsgegnerin zustehenden Abfindung auf jeweils 428,81 DM je Aktie über nominal 50,00 DM nebst 5 % Zinsen seit dem 1. Februar 1991 bestimmt.

Der landgerichtliche Beschluss ist den Antragstellern zu 3., 5., 8. und 9. am 11. Januar 2001, den Antragstellerinnen zu 1. und 11. am 12. Januar 2001 und dem Antragsteller zu 7. am 17. Januar 2001 zugestellt worden. Gegen den Beschluss haben die Antragsteller wie folgt sofortige Beschwerde eingelegt: der Antragsteller zu 7. am 17. Januar 2001, die Antragstellerin zu 3. am 18. Januar 2001, die Antragsteller zu 8. und 11. am 22. Januar 2001 und die Antragsteller zu 1. und 5. am 24. Januar 2001. Auch die Beschwerde der Antragstellerin zu 11. ist anwaltlich unterzeichnet gewesen.

Sie begehren die Heraufsetzung der vom Landgericht bestimmten Abfindung und rügen, dass das Landgericht entgegen der verfassungsgerichtlichen Rechtsprechung für die Bemessung des Verkehrswerts der einzelnen Aktie nicht auf deren Börsenkurs abgestellt habe. Zu Unrecht habe es angenommen, dass es auf dem Markt keine ausreichende Anzahl von Anbietern und Nachfragern gegeben habe, so dass sich ein Marktpreis, der dem anteiligen Unternehmenswert entspreche, nicht habe bilden können. Dazu verweist insbesondere der Antragsteller zu 7. auf den zwischen den Parteien nicht streitigen Umstand, dass 14.000 frei handelbare Aktien monatlich einmal umgesetzt wurden, so dass täglich im Schnitt 600 Aktien gehandelt worden seien. Ein aussagefähiger Marktwert habe sich bei diesem Volumen durchaus bilden können. Wann ein Börsenkurs ausnahmsweise einmal nicht aussagefähig sei, ergebe sich aus den Regelungen der WPÜAngVO, die insoweit sinngemäß heranzuziehen seien.

Aber auch wenn mit dem Landgericht auf den Ertragswert des Unternehmens abgestellt werde, sei ein deutlich höherer Unternehmenswert zu Grunde zu legen, als es das Landgericht auf der Grundlage der mangelhaften und nicht überzeugenden Gutachten der gerichtlichen Sachverständigen getan habe. So sei es nicht hinnehmbar, wenn die gerichtlich bestellten Sachverständigen das zum Nachprüfungsverfahren DeTeWe I erstattete Gutachten schlicht durch Aufzinsung der dort ermittelten Beträge fortgeschrieben hätten, ohne die Umwälzungen, zu denen es 1990 in Deutschland gekommen sei und die zum Zeitpunkt der Hauptversammlung am 10. Dezember 1990 schon deutlich gesicherte Prognosen ermöglicht hätten, zureichend zu würdigen. Auch die Synergieeffekte, die sich aus der Verschmelzung der Bergmann AG mit DeTeWe (alt) für DeTeWe (neu) ergeben hätten, seien nicht zutreffend berücksichtigt worden. Schließlich berücksichtigte das gerichtliche Gutachten auch nicht den Umstand, dass DeTeWe (alt) 1988 bis 1990 umfassend umstrukturiert worden sei, sich die Ertragssituation dadurch durchgreifend verändert habe und dessen Wert deshalb nicht schlicht habe fortgeschrieben werden können.

Hinzu komme, dass sich durch die Fortschreibung der Gutachten die Mängel aus dem Verfahren DeTeWe I auch im vorliegenden Verfahren auswirkten. So sei bei der DeTeWe (alt) das dort latent vorhandene Körperschaftssteuerguthaben nicht berücksichtigt worden; auch Tochterunternehmen der Bermann AG seien falsch bewertet worden. Schließlich sei auch der Kapitalisierungszinsfuß zu niedrig angesetzt und auch der so genannte „Beta-Faktor“ unrichtig in Ansatz gebracht worden.

Die Antragsgegnerin verteidigt demgegenüber den landgerichtlichen Beschluss insoweit, als das Landgericht zur Ermittlung der Abfindung nicht allein auf die Börsenkurse abgestellt hat. Bei der Ermittlung der Abfindung unter Zugrundelegung der Ertragswertmethode habe sich das Landgericht allerdings zu Unrecht dem gerichtlich eingeholten Gutachten angeschlossen, obgleich grundsätzliche Fehler des Umwandlungsgutachtens nicht feststellbar seien und sich die gerichtliche Nachprüfung auf eine Plausibilitätskontrolle zu beschränken habe. Dass das Gutachten, auf dessen Grundlage die Abfindung errechnet worden sei, Beurteilungsspielräume überschritten habe, die solchen Gutachten immer einzuräumen seien, ergäbe sich aus dem gerichtlichen Gutachten nicht. Insoweit begehrt sie im Wege der Anschlussbeschwerde, die Anträge der Antragsteller zurückzuweisen.

Die Antragsteller halten die Anschlussbeschwerde teilweise bereits für unzulässig.

B.

- I. Die Beschwerden der Antragsteller sind nach § 34 Abs. 1 S. 2 UmwG a.F. statthaft statthaft und auch im Übrigen zulässig, insbesondere innerhalb der Zweiwochenfrist des § 22 Abs. 1 FGG iVm § 31 UmwG a.F. fristgerecht eingelegt. Auch gegen die Zulässigkeit der inzwischen anwaltlich nicht mehr vertretenen Antragstellerin zu 11. ergeben sich keine Bedenken, denn auch ihre Beschwerdeschrift ist, wie das nach § 34 S. 3 UmwG a.F. erforderlich ist, anwaltlich unterzeichnet (vgl. zum „Anwaltszwang“ insoweit insgesamt: Dehmer, UmwR, § 30 Anm. 3 b)). Dabei sind die Vorschriften des Umwandlungsgesetzes noch in der Fassung der Bekanntmachung vom 6. November 1969, zuletzt geändert durch das Gesetz vom 19. Dezember 1985 anzuwenden, denn das Umwandlungsgesetz vom 28. Oktober 1994 ist auf Umwandlungen, die am 1. Januar 1995 bereits eingeleitet waren, noch nicht anzuwenden, § 318 Abs. 1 UmwG n.F.. Die Vorschriften des Spruchverfahrensgesetzes bleiben außer Betracht, weil die Beschwerde vor dem 1. September 2003 eingelegt worden ist, § 17 Abs. 2 S. 2 SpruchG.

Gegen die Zulässigkeit der Anschlussbeschwerde ergeben sich keine Bedenken (vgl. BayObLG BB 2001, 2183 ff (2184) und AG 1996, 127 ff (127); Hüffer, AktG, 7. Aufl., § 305 Anh. § 12 SpruchG Rn. 4; Bilda in MüKo AktG, 2. Aufl., § 306 Rn. 117).

II. In der Sache haben die Beschwerden Erfolg, die Anschlussbeschwerde der Antragsgegnerin ist dagegen unbegründet.

1. a) Das Landgericht hat die Nachprüfungsanträge der beschwerdeführenden Antragsteller zu 1., 3., 5., 7. bis 9. für zu Recht für zulässig gehalten; sie sind sämtlich innerhalb der Frist des § 32 Abs. 1 UmwG a.F. gestellt worden. Die Antragstellerin zu 11. hat sich nach Veröffentlichung der vorgenannten Anträge durch das Landgericht diesen Anträgen innerhalb der Frist des § 32 Abs. 2 UmwG a.F. angeschlossen.

b) Die Anträge haben auch in der Sache Erfolg.

Nach der Umwandlung der DeTeWe (neu) auf die Antragsgegnerin ist für die ausscheidenden Aktionäre gemäß § 13 S. 2 UmwG a.F. eine angemessene Abfindung zu bestimmen, denn die ihnen angebotene Abfindung ist nicht angemessen. Die Höhe dieser angemessenen Abfindung veranschlagt der Senat auf 702,12 DM (358,99 EUR) je Aktie über nominal 50,00 DM. Dabei verkennt der Senat nicht, dass jedenfalls der Antragsteller zu 5) die angemessene Abfindung selbst nur auf 700,20 DM veranschlagt hat. Nachdem die Höhe der angemessenen Abfindung aber auf den Antrag der Antragsteller mit Wirkung für und gegen alle festzusetzen ist, § 35 UmwG a.F., ist der Senat insoweit an die Wertvorstellungen einzelner Antragsteller nicht gebunden.

aa) Bei Anwendung der zu Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen und Mehrheitseingliederungen in der Rechtsprechung entwickelten Grundsätze käme es für die angemessene Abfindung auf den vollen Wert der Unternehmensbeteiligung an, der den ausscheidenden Aktionären infolge der Umwandlung entgeht. Dazu ist grundsätzlich der wahre innere Wert der Gesellschaften zu ermitteln (vgl. BVerfG AG 1999, 566 ff (568); Senat in KGR 2000, 245 ff (245) jeweils m.w.N.).

Dabei ist den Aktionären nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts eine „volle“ Entschädigung für erlittene Verluste zu gewähren (vgl. BVerfG a.a.O., 566 ff). Auszugleichen ist danach, was dem Minderheitsaktionär an Eigentum im Sinne von Art. 14 Abs. 1 GG verloren gehe (BVerfG a.a.O., 567). In Abgrenzung zur bis dahin in der Rechtsprechung einheitlich vertretenen Auffassung, hat das Bundesverfassungsgericht in der zitierten Entscheidung entscheidend auf den Börsenkurs als ein maßgebliches Kriterium für die Ermittlung des Anteilswerts und damit den Unternehmenswert abgestellt. Da insbesondere für Kleinaktionäre die Vermögenskomponente der Aktienbeteiligung und die jedenfalls bei börsennotierten Unternehmen gegebene hohe Verkehrsfähigkeit der Beteiligung im Vordergrund stehe, könne die den Aktionären zu gewährende Entschädigung jedenfalls nicht unter dem Betrag liegen, den die Aktionäre bei einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des Unternehmensvertrags oder der Eingliederung erlangt hätten. Eine geringere Abfindung würde der Dispositionsfreiheit über den Eigentumsgegenstand nicht hinreichend Rechnung tragen. Daraus folge allerdings nicht, dass der Wert der Unternehmensbeteiligung und der Wert des Unternehmens selbst nicht weiter nach der Ertragswertmethode bestimmt werden könnten, die sich in der Praxis durchgesetzt habe. Es sei aber mit Art. 14 GG unvereinbar, wenn dabei der Kurswert der Aktie außer Betracht bleibe (vgl. BVerfG a.a.O., 568). Diese verfassungsgerichtliche Rechtsprechung ist in der Folge vom Bundesgerichtshof aufgenommen und weiter konkretisiert worden (vgl. BGH AG 2001, 417 ff „DAT/Altana IV“); von ihr geht auch der Senat aus.

- bb)** Diese zu Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen und Mehrheitseingliederungen entwickelten Grundsätze sind auch auf den hier vorliegenden Fall der Beurteilung einer Barabfindung nach dem Umwandlungsgesetz anwendbar (vgl. jetzt: §§ 30 Abs. 1, 207 Abs. 1 UmwG n.F.). In einem solchen Fall erleidet der Minderheitsaktionär sogar den Verlust der in seiner Aktie verkörperten Rechtsposition (vgl. Riegger in KK SpruchG, Anh. § 11 Rn. 59 m.w.N.).

- cc) Der Relevanz der Börsenkurse für die den Aktionären zu zahlenden Abfindung steht entgegen der Auffassung des Landgerichts vorliegend auch nicht entgegen, dass es seit Frühjahr/Sommer 1988 große Kursschwankungen bei den Notierungen der Aktien der Bergmann AG gegeben hat und fast 95 % der Aktien der DeTeWe (neu) sich im Besitz der Antragsgegnerin befanden.

Das Landgericht hat sich für seine Auffassung zum einen darauf gestützt, dass die Aktie der Bergmann AG zum genannten Zeitraum sogar unter 300,00 DM gehandelt worden sei. Zum anderen hat es unter Bezugnahme auf entsprechende Angaben der Sachverständigen darauf verwiesen, dass der Börsenwert den Wert eines Unternehmens nur dann hinreichend genau abbilde, wenn es hinsichtlich der Aktien eine Vielzahl von Anbietern und Nachfragern gebe, so dass sich ein Marktpreis bilden könne, der dem Verkehrswert entspreche. Anderenfalls – so hat das Landgericht unter Bezugnahme auf die alte Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (BGH NJW 1967, 1464) weiter argumentiert – könnten sich zu viele zufallsbedingte Umsätze, spekulative Einflüsse und sonstige nicht wertbezogene Einflüsse auswirken.

Diesen Ausführungen vermag sich der Senat nicht anzuschließen.

Das Landgericht lässt bei seiner Betrachtung außer Acht, dass sich die Bedingungen, unter denen DeTeWe (alt) und die Bergmann AG – nach der Verschmelzung in DeTeWe (neu) umfirmiert – gegenüber der 1988/89 bestehenden Situation gleich in mehrfacher Hinsicht erheblich verändert hatten. Die Ertragswertgutachten gehen insoweit von den Parteien unbeanstandet übereinstimmend davon aus, dass erhebliche den Geschäftsbetrieb belastende Umstrukturierungsmaßnahmen vor allem im Bereich von DeTeWe (alt) inzwischen abgeschlossen worden waren, so dass sich die Ertragsaussichten besser darstellten als in der Vergangenheit. Es kommt hinzu, dass sich die äußeren Rahmenbedingungen inzwischen nach der „Wende“ in der DDR und infolge der im Sommer 1990

bereits feststehenden deutschen Einigung massiv verändert hatten. Vor diesem Hintergrund ist es ohne weiteres erklärbar, dass die Börsenkurse der DeTeWe (neu) im Jahre 1990 deutlich über denen der Bergmann AG aus dem Jahr 1988 lagen. Die Kursunterschiede sprechen danach infolge der grundsätzlich geänderten Bedingungen nicht dafür, dass der Kurs von zufallsbedingtem Umsätzen beeinflusst worden und deshalb für Aussagen zum Unternehmenswert nicht herangezogen werden könnte.

Dass in den Börsenkursen Ertragserwartungen zum Ausdruck gekommen sind, die sich im Nachhinein als unrealistisch erwiesen haben mögen, beeinträchtigt ihre Aussagekraft für den damaligen Zeitraum ebenfalls nicht. Die frühere Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs, nach der Börsenkurse zu stark von „spekulativen Einflüssen und sonstigen nicht wertbezogenen Faktoren wie politischen Ereignissen, Gerüchten, Informationen und psychologischen Momenten“ abhängig seien, um zuverlässige Aussagen über den wahren Wert des Unternehmens zuzulassen (vgl. BGH NJW 1967, 1464) ist durch die verfassungsgerichtliche Rechtsprechung und durch die diese Rechtsprechung konkretisierende Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (BGH AG 2001, 417 ff) überholt. „Spekulative Einflüsse“ gehen auch in die Ermittlung des Werts der Beteiligung nach der Ertragswertmethode ein, bei der der Unternehmenswert letztlich auch nur unter Einbeziehung der in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und den darauf aufbauenden Prognosen über die künftige Entwicklung des jeweiligen Unternehmens und seiner Erträge vom Sachverständigen geschätzt werden kann. Viel spricht dafür, Börsenkursen insoweit tendenziell sogar eine größere Aussagekraft für den „wahren Wert“ des Unternehmens zuzugestehen, sind sie doch Ergebnis eines tatsächlichen Preisbildungsprozesses am Markt, der auf einer Vielzahl realer Kauf- und Verkaufsentscheidungen der Anleger beruht. Bei der Beurteilung der Ertragslage eines Unternehmens werden sich die Anleger bzw. die Analysten der Banken an den allgemein zugänglichen Unternehmensdaten orientieren. Dass die Summe der hier getroffenen Entscheidungen von vornherein weniger Aussagekraft zukommt als die Bewertung eines einzigen Gutachters, lässt sich nicht an-

nehmen (vgl. zu allem: Hüttemann ZGR 2003, 454 ff (468) und Weiler/Meyer NZG 2003, 669 ff (670)).

Auch von der vom Landgericht angenommenen „Marktengengröße“ lässt sich nicht ausgehen. Zutreffend ist allerdings der Ausgangspunkt, dass der Börsenwert als Untergrenze der Barabfindung dann nicht in Betracht kommt, wenn er den Verkehrswert der Aktien nicht widerspiegelt, weil über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft kein Handel mehr stattgefunden hat oder der einzelne außenstehende Aktionär praktisch nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern (vgl. BVerfG a.a.O., 568 f; BGH a.a.O., 418). Dafür ergeben sich außer einer entsprechenden pauschalen Behauptung der Antragsgegnerin keine Anhaltspunkte.

Allein aus dem Umstand, dass sich nahezu 95 % der Aktien der DeTeWe (neu) im Besitz der Antragsgegnerin befanden, ergibt sich eine solche „Marktengröße“ nicht, denn schematisierende Betrachtungsweisen, die insoweit auf ein Mindesthandelsvolumen abstellen, sind nicht gerechtfertigt. So hat es der Bundesgerichtshof für die Feststellung einer Marktengröße für nicht ausreichend gehalten, wenn nur 2,5 bis 3,7 % der Aktien eines Unternehmens gehandelt werden. Entscheidend ist die Frage, ob insoweit Aktien in einem Ausmaß gehandelt wurden, die es den Anbietern ermöglichte hätte, ihre Anteile zum Börsenkurs tatsächlich zu veräußern, wobei dieser Umstand von dem, der ihn geltend macht, darzulegen ist (vgl. BGH a.a.O., 417 ff (420)). Diese Darlegung ist der Antragsgegnerin bereits erstinstanzlich nicht gelungen; im Beschwerdeverfahren hat sie ihr Vorbringen zu diesem Punkt in tatsächlicher Hinsicht nicht ergänzt.

Im landgerichtlichen Verfahren hat sie in dem mit Schriftsatz vom 25. April 2000 eingereichten Doppel des zum Verfahren DeTeWe I eingereichten Schriftsatzes vom selben Datum auf S. 6 nur auf die Enge des Marktes hingewiesen; angesichts dieses Umstands seien die Börsenkurse vorliegend keine Indikatoren für den Unternehmenswert sondern „höchst spekulativ“. Im Übrigen verweist sie lediglich auf den bei Erwerb

eines Aktienpakets der Bergmann AG, für das die Röchling KG im Jahre 1988 einen vergleichsweise geringen Kaufpreis von 420 Mio. DM für 98% der Aktien gezahlt habe.

Abgesehen davon, dass 1988 gezahlte Kaufpreise gerade aufgrund der vorstehend erörterten geänderten Rahmenbedingungen nur begrenzte Rückschlüsse auf den 1990 anzunehmenden Unternehmenswert zulassen, liegt der sich dabei mit über 306,00 DM ergebende Kaufpreis je Aktie im Nominalwert von 50,00 DM durchaus in der Nähe der damaligen Börsennotierungen, die das Landgericht für Frühjahr/Sommer 1988 mit zum Teil sogar unter 300,00 DM festgestellt hat. Konkrete Tatsachen zum Umfang des Handels mit Aktien der DeTeWe (neu) hat die Antragsgegnerin nichts vorgetragen.

Demgegenüber hat etwa der Antragsteller zu 7. darauf verwiesen, dass die 14.000 ständig im Handel befindlichen Aktien monatlich einmal umgeschlagen wurden. Dem ist die Antragsgegnerin auch im Beschwerdeverfahren nur mit der Verteidigung der landgerichtlichen Argumentation aber nicht mit Tatsachenvortrag entgegengetreten, so dass sich von einer „Markteng“ , die es den Aktionären verwehrt hätte, die Aktien zum Börsenkurs zu veräußern, nicht ausgegangen werden kann.

- dd)** Es entspricht der ganz herrschenden Meinung, der sich der Senat anschließt, dass es bei der Berücksichtigung von Börsenkursen, nicht auf einen Stichtagskurs sondern zur Vermeidung zufälliger oder gar gestalteter Ergebnisse auf einen Durchschnittskurs ankommt (vgl. Hüffer, a.a.O., § 305 Rn. 24 d). Für den Referenzzeitraum stellt der Senat mit der insoweit – soweit ersichtlich – in der Literatur überwiegend vertretenen Meinung, jedenfalls in dem hier vorliegenden besonderen Einzelfall auf den Durchschnittskurs während einer Referenzperiode vor Bekanntmachung der Konditionen ab, die die umzuwandelnde Gesellschaft ihren ausscheidenden Aktionären angeboten hat (vgl. Hüffer, a.a.O., § 305 Rn. 24 e (dort m.w.N.) und f; Riegger, a.a.O., Anh. § 11 Rn. 56). Inwieweit für Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge mit dem Bundesge-

richtshof im Regelfall auf eine Referenzperiode vor dem Stattfinden der Hauptversammlung abzustellen ist, die mit der über die entsprechenden Unternehmensverträge beschließenden Hauptversammlung endet (so BGH AG 2001., 417 ff (419)), kann auf sich beruhen.

Es erscheint aber schon generell fraglich, ob es angemessen ist, die Referenzperiode erst mit der beschlussfassenden Hauptversammlung und nicht mit der Bekanntgabe der Abfindungskonditionen enden zu lassen. Bedenken ergeben sich daraus, dass die Bekanntgabe des Unternehmensvertrages selbst, insbesondere die der Abfindungskonditionen, in entscheidendem Maße den Börsenkurs beeinflusst, ohne dass das dies mit einem realen Wertverlust oder –zuwachs des betroffenen Unternehmens korrespondieren muss. An den Synergieeffekten, die sich erst aus der Umwandlung ergeben, können die Aktien des Alt-Unternehmens nicht teilhaben. Gerade der vorliegende Fall offenbart, wie sich die Ankündigung von Abfindungskonditionen auf den Börsenkurs auswirken kann, ohne dass dies durch eine damit einhergehende Veränderung des Unternehmenswertes erklärbar wäre. Auch die Antragsgegnerin gibt solche Erklärungen nicht.

So bewegte sich der Kurs zunächst der Bergmann AG und später der DeTeWe (neu) im Zeitraum zwischen dem 11. Mai 1990 (Datum der Bekanntgabe der Verschmelzung von DeTeWe (alt) auf die Bergmann AG) und dem 16. August 1990 (Datum der Bekanntgabe der Konditionen der Umwandlung von DeTeWe (neu)), zwischen 775,00 DM am 21. und 22. Mai 1990 und 620,00 DM am 18. Juni 1990. Insgesamt schwankten die Kurse im Jahr 1990 bis zum 16. August 1990 zwischen dem im März mehrfach erreichten Wert von 790,00 DM und dem schon angegebenen Niedrigstwert im Juni 1990. Für diese Zeit ergibt sich ein Durchschnittskurs von 703,94 DM. Nach Bekanntgabe der Umwandlungskonditionen, die für ausscheidende Aktionäre zunächst eine Abfindung in Höhe 400,00 DM vorsah, ging der Kurs innerhalb eines Tages von 690,00 DM auf 580,00 DM zurück, um bis zur Hauptversammlung am 26. September 1990 auf 405,10 DM zu sinken. Nachdem die dort beschlossene Um-

wandlung nicht umgesetzt werden konnte, pendelte der Kurs in der Zeit bis zur neuerlich einberufenen Hauptversammlung am 10. Dezember 1990 zwischen 403,00 DM und 450,00 DM und betrug zur Zeit der Beschlussfassung 427,00 DM.

Danach war der Kurs der Bergmann AG – anschließend der DeTeWe (neu) – lange Zeit, insbesondere im Hinblick auf die vom Landgericht zitierten Kurse aus den Vorjahren, vergleichsweise stabil. Erst durch die Veröffentlichung des Abfindungsangebots kam es zu massiven Kursbewegungen nach unten, die erst in der Nähe des Abfindungsangebots stoppten. Vor diesem Hintergrund spricht alles dafür, dass es das Abfindungsangebot selbst war, das diese Kursentwicklung auslöste und nicht eine Verringerung des realen Unternehmenswerts. Zur Vermeidung manipulativer Beeinflussungen erscheint es danach sachgerecht, jedenfalls bei Entwicklungen, wie sie sich vorliegend dargestellt haben, den Referenzzeitraum nicht rückwirkend vom Tag der Hauptversammlung beginnen zu lassen, sondern insoweit auf den Tag abzustellen, an dem die Konditionen veröffentlicht worden sind (so – ohne insoweit aber bindende Vorgaben zu machen – für den Regelfall auch das Bundesverfassungsgericht, vgl. a.a.O., S. 569).

Im vorliegenden Einzelfall kommt noch hinzu, dass ein Umstand, der die eben geschilderte Wirkung der Veröffentlichung von Umwandlungskonditionen im Regelfall relativiert, hier entfällt: Unter Zugrundelegung eines Referenzzeitraums von drei Monaten, den der Senat mit dem Bundesgerichtshof (vgl. BGH, a.a.O., S. 419) auf drei Monate bemisst, fällt im Regelfall ein Teil des Referenzzeitraums vor, ein anderer Teil auf die Zeit nach Veröffentlichung der Einladung zur Hauptversammlung und Bekanntgabe der jeweiligen Konditionen. Dadurch vermag sich der Einfluss der Bekanntgabe der Konditionen auf den Börsenkurs selbst von vornherein nur begrenzt auszuwirken. Vorliegend ist es aber durch das Scheitern der in der Hauptversammlung vom 26. September 1990 beschlossenen Umwandlung dazu gekommen, dass – stellt man auf den Zeitpunkt Hauptversammlung ab, die die dann letztlich auch vollzogene

Umwandlung beschlossen hat – der gesamte Referenzzeitraum durch die bereits bekannt gegebenen Umwandlungskonditionen beeinflusst worden ist.

Nach alledem ist auch bei grundsätzlicher Zugrundelegung der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs vorliegend auf einen Referenzzeitraum abzustellen, der drei Monate vor der (ersten) Veröffentlichung der Abfindungskonditionen liegt.

- ee) Der Heranziehung der Börsenkurse steht auch nicht die im vorliegenden Fall gegebene weitere Besonderheit entgegen, dass die DeTeWe (alt) erst am 1. August 1990 mit Wirkung zum 31. Dezember 1989 auf die Bergmann AG verschmolzen ist und sich so für den Zeitraum nach der Verschmelzung ein aussagefähiger Börsenkurs in dem nach dd) entscheidenden Referenzzeitraum vom 16. Mai bis einschließlich 15. August 1990 noch nicht hätte bilden können. Dass die Verschmelzung der Gesellschaften erst infolge der Eintragung in das Handelsregister am 1. August 1990 wirksam geworden ist, § 346 AktG a.F., ist, ändert nichts daran, dass vor und nach diesem Zeitpunkt jeweils Aktien derselben später zu DeTeWe (neu) umfirmierten Gesellschaft gehandelt wurden. Der Publikumsverkehr ging zudem jedenfalls seit Veröffentlichung des Verschmelzungsvorhabens am 11. Mai 1990 allgemein davon aus, dass entsprechend der Ankündigung am 21. Juni 1990 die Verschmelzung der DeTeWe (alt) auf die Bergmann AG rückwirkend zum 31. Dezember 1989 beschlossen werden würde. Alle Erwerber wussten seitdem, dass sie mit dem Erwerb von Aktien der Bergmann AG Anteile an einem Unternehmen erwerben würde, das DeTeWe (alt) in unmittelbarer Zukunft aufnehmen würde. Dieser Umstand drückte sich damit jedenfalls seit dem 11. Mai 1990 in den Börsenkursen auch aus. Dass sich der Börsenkurs der Bergmann AG durch die Bekanntgabe der Verschmelzung nicht wesentlich veränderte, steht dem nicht entgegen; immerhin hielt die Bergmann AG ohnehin bereits 94,31 % der Anteile der DeTeWe (alt).

- ff)** Schließlich ist auch der Umstand für die Berücksichtigung der Börsenkurse unschädlich, dass in der Vergangenheit – wie im Verfahren De-TeWe I ausgeführt (vgl. dort B II. b) cc)) – mit Anteilen der Bergmann AG praktisch nicht gehandelt worden war. Für den hier entscheidenden Referenzzeitraum hat es diese Marktmenge nicht gegeben, wie der Senat bereits zu cc) ausgeführt hat.
- gg)** Unter Anwendung der vorstehend darlegten Grundsätze – Durchschnittskurs in der Zeit vom 16. Mai bis einschließlich 15. August 1990 – ergibt sich der für die Abfindung als angemessen zu Grunde zu legende Wert je Aktie mit einem Nominalwert von 50,00 DM mit 702,12 DM.

Dabei verkennt der Senat nicht, dass der Börsenwert lediglich die Untergrenze dessen markiert, was den ausscheidenden Aktionären als Abfindung zu gewähren ist (vgl. nur Bilda a.a.O., § 305 Rn. 66 m.w.N.). Wie bereits ausgeführt (s.o. aa)), haben diese Anspruch auf eine Entschädigung nach dem vollen Wert der ihnen entgehenden Anteile, der nach wie vor grundsätzlich nach der Ertragswertmethode zu errechnen ist. Gewonnen wird der Unternehmenswert und damit die angemessene Abfindung grundsätzlich in zwei Schritten: Nicht anders als vor der verfassungsgerichtlichen Grundsatzentscheidung ist zunächst der Unternehmenswert auf Grundlage der sogenannten Ertragswertmethode zu gewinnen. Das so gewonnene Ergebnis ist dann mit dem Börsenkurs der Aktien zu vergleichen. Nur wenn dieser Kurs höher ist als der Wert, der sich auf Grundlage der Ertragswertmethode ergeben hat, ist der Börsenkurs für die Bemessung der Abfindung maßgeblich. Ansonsten verbleibt es bei dem nach der Ertragswertmethode ermittelten Wert. Deshalb sind an sich stets sowohl der Börsenwert als auch der Schätzwert zu ermitteln, wie er sich auf der Grundlage der Ertragswertmethode ergibt (vgl. OLG Düsseldorf NZG 2003, 588 ff (590 f); Hüffer, a.a.O., § 305 Rn. 24 c m.w.N.)). Allerdings kann von der Ermittlung des Schätzwertes dann abgesehen werden, wenn zweifelsfrei feststeht, dass der aus dem Börsenkurs abgeleitete Schätzwert über dem Wert liegt, der sich nach der Er-

tragswertmethode ergeben würde (vgl. Riegger, a.a.O., Anh. § 11 Rn. 52).

So liegt es hier. Auch die Antragsgegner machen nicht im Ansatz geltend, dass der Wert ihrer Entschädigung noch über dem Wert liegt, wie er sich aus den Börsennotierungen ergibt. Die vorliegenden Ertragswertgutachten kommen zu deutlich unter dem Börsenwert liegenden Werten, was maßgeblich auf einer pessimistischeren Beurteilung der Ertragsaussichten aus der Warte des Jahres 1990 ergibt. Dass ein nochmals eingeholtes gerichtliches Sachverständigengutachten diese Ertragswertaussichten höher bewerten würde, als es der Markt 1990 getan hat, erscheint dem Senat ausgeschlossen.

2. Über den Zinsanspruch, der sich aus dem Gesetz ergibt und nicht der gerichtlichen Gestaltung unterliegt, ist im Spruchstellenverfahren nicht zu entscheiden (vgl. zu § 305 AktG n.F.: OLG Hamburg AG 2002,89; Hüffer, a.a.O., § 305 Rn. 26 a); a.A. allerdings Bilda a.a.O., § 305 Rn. 101) so dass auch die Frage einer Rückwirkung des § 15 Abs. 2 S. 2 UmwG (vgl. zur Parallelproblematik bei § 305 AktG ebenfalls Hüffer, a.a.O.) vorliegend auf sich beruhen kann.

Die Kostenentscheidung ergibt sich, soweit über die Gerichtskosten zu entscheiden ist, aus den § 39 S. 8 UmwG a.F., während sich die Entscheidung im Hinblick auf die außergerichtlichen Kosten aus § 13 a Abs. 1 FGg i.V.m. § 31 UmwG a.F. ergibt. folgt. Nachdem die Beschwerden erfolgreich waren, entspricht es ohne weiteres billigem Ermessen, wenn die Antragsgegnerin die Kosten trägt. Die Kosten des gemeinsamen Vertreters der ausscheidenden Aktionäre fallen der Antragsgegnerin nach § 33 Abs. 2 S. 1 UmwG a.F. zur Last.

Der Geschäftswert ist vom Senat gemäß § 39 S. 5 und 6 UmwG a.F. i.V.m. § 30 Abs. 1 der KostenO festzusetzen. Maßgeblich ist dabei entgegen der Auffassung des Landgerichts nicht auf den Wert abzustellen, um den das Gericht die den ausscheidenden Aktionären angebotene Abfindung erhöht, sondern in welchem Umfang die angebotene Abfindung nach den Vorstellungen der antragstellenden Aktionäre hinter einer angemessenen Vergütung zurückbleibt (vgl. Dehmer, UmwandlungsR, § 39 Anm. 3). Nachdem die aus-

scheidenden Aktionäre vorliegend eine Abfindung unter Zugrundelegung des Börsenl
ses beehrt haben, der sich mit 702,12 DM je Aktie ergeben hat und damit um 298,11
über dem Wert liegt, der den Aktionären angeboten worden ist, ergibt sich damit ein U
schäftswert von 21.035.347,20 DM (10.755.202,24 EUR), denn die Entscheidung wird
nach § 35 UmwG a.F. gegen alle und 5,04 % oder 70.560 der 1.400.000 Aktien der u
gewandelten Gesellschaft befinden sich in der Hand der ausscheidenden Aktionäre.