

SCHIEDSSPRUCH

In der Schiedsgerichtssache – freiwilliges Spruchverfahren -

gegen

hat das Schiedsgericht

durch den Einzelschiedsrichter

aufgrund der mündlichen Verhandlungen vom 07.05.2003 und 21.02.2007 in Frankfurt a.M.

für Recht erkannt:

1. Die Schiedsklagen wurden abgewiesen.
2. Die außergerichtlichen Kosten des Schiedsgerichtsverfahrens werden der Schiedsbeklagten auferlegt.

Tatbestand

Am 26.04.2002 schlossen die EUROHYPO AG Europäische Hypothekenbank der Deutschen Bank, Frankfurt a.M. (nachstehend EH Alt), die RHEINHYP Rheinische Hypothekenbank AG, Frankfurt a.M. (nachstehend RH), und

einen

Verschmelzungsvertrag, durch den die EH Alt und die RH ihr Vermögen als Ganzes unter Auflösung auf als übernehmende Gesellschaft gegen Gewährung von Aktien der übertrugen (Verschmelzung durch Aufnahme nach § 2 Nr. 1 UmwG). Die Vermögensübernahme erfolgte im Innenverhältnis mit Wirkung zum Ablauf des 31.12.2001 (§ 1, 1.3). Als Gegenleistung gewährte mit Wirksamwerden der Verschmelzung den Aktionären der EH Alt für je 53 Stückaktien der EH Alt 127 Stückaktien der sowie eine bare Zuzahlung von 0,04 € je

Stückaktie; den Aktionären der RH für je 23 Stückaktien der RH 714 Stückaktien der (§ 2, 1). Der Hauptversammlung der wurde vorgeschlagen, die Firma mit dem Wirksamwerden der Verschmelzung in Europäische Aktiengesellschaft zu ändern (§ 6), was in der Hauptversammlung vom 17.06.2002 mit der Firmierung als beschlossen worden ist. Vor der Verschmelzung waren am 01.04.2002 die an mit 98,25 %, die Deutsche Bank AG an der EH Alt mit 96,57 % und die Commerzbank AG an der RH mit 98,64 % beteiligt.

Dem Verschmelzungsvertrag haben die Hauptversammlungen der am 18.06.2002 mit 99,96 %, der EH Alt am 17.06.2002 mit 99,99 % und der RH vom 14.06.2002 mit 99,99 % der abgegebenen Stimmen zugestimmt. Die Verschmelzung ist durch Eintragung in das Handelsregister der aufnehmenden am 13.08.2002 wirksam geworden.

Die in dem Verschmelzungsvertrag enthaltenen und in den Hauptversammlungen beschlossenen Umtauschverhältnisse beruhen auf einem von den Vorständen der beteiligten drei Hypothekenbanken gemeinsam in Auftrag gegebenen Bewertungsgutachten der

zu den Unternehmenswerten der drei Banken sowie zu der Ableitung der Umtauschverhältnisse. Das Gutachten vom 26.04.2002 wurde in dem gemeinsamen Verschmelzungsbericht der Vorstände der drei Hypothekenbanken vom 29.04.2002, das in den Hauptversammlungen und bei deren Einberufungen zur Einsichtnahme durch die Aktionäre vorlag, vollständig wiedergegeben. Ausgehend von einem „technischen“ Bewertungsstichtag 01.01.2002 kommt das Gutachten nach Aufzinsung auf den für maßgeblich gehaltenen Stichtag der Hauptversammlung der zuletzt übertragenden EH Alt am 17.06.2006 zu Unternehmenswerten am 17.06.2006 von 2.015,6 Mio. € für die 2.484,4 Mio. € für die EH Alt und 2.424,6 Mio. € für die RH. Ermittelt wurden die Unternehmenswerte nach der Ertragswertmethode. Eine Bewertung nach Börsenkursen wurde abgelehnt, weil die von der

Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichtes und des Bundesgerichtshofes entwickelten Grundsätze zu Abfindungen bei Unternehmensverträgen und Eingliederungen auf die vorliegende Verschmelzung nicht übertragbar seien, und weil die aufgrund der durchschnittlichen Börsenkurse drei Monate vor der für maßgeblich gehaltenen Unterzeichnung des Verschmelzungsvertrages ermittelten Unternehmenswerte bei allen drei Instituten unter den nach der Ertragsmethode ermittelten Unternehmenswerten gelegen hätten. Die Börsenwerte wurden allerdings zur Plausibilisierung der auf der Grundlage der Ertragswertmethode entwickelten Unternehmenswerte mit dem Ergebnis betrachtet, dass sie die Plausibilität nicht in Frage stellten, weil die der Ermittlung der Unternehmenswerte zugrunde liegenden Daten dem Markt nicht zur Verfügung gestanden hätten und weil die an der Börse gehandelte free float nur 1,75 % des Grundkapitals der 3,43 % der EH Alt und 1,36 % der RH betragen habe.

Der Bericht der gerichtlich bestellten Verschmelzungsprüferin

vom 30.04.2002 über die Prüfung des Verschmelzungsvertrages kam zu dem Ergebnis, dass die Unternehmenswerte im Bewertungsgutachten der nach der Ertragswertmethode zutreffend ermittelt und die darauf basierenden Umtauschverhältnisse und baren Zuzahlungen im Verschmelzungsvertrag angemessen seien. Für nicht angemessen hielt es der Bericht, die Umtauschverhältnisse nach Börsenrelationen festzulegen wegen des geringen Umfangs des handelbaren Volumens und weil die drei Unternehmenswerte in den letzten drei Monaten vor der entscheidenden Hauptversammlung am 17.06.2002 über den Börsenwerten gelegen hätten. Dabei ließ der Bericht offen, ob die Rechtsprechung zur Relevanz von Börsenwerten bei Unternehmensverträgen und Eingliederungen auf Verschmelzungen anwendbar sei. Die Plausibilität der Unternehmenswerte und der daraus abgeleiteten Umtauschverhältnisse sah der Bericht durch die Entwicklung der Börsenkurse von November 2001 bis April 2002 nicht

in Frage gestellt, weil die Umtauschrelationen sich nicht fundamental von den durchschnittlichen Aktienkursrelationen unterschieden hätten.

Am 26.04.2002 schlossen

einerseits, und

und

andererseits einen „Vertrag über Durchführung eines freiwilligen Spruchverfahrens“, geändert durch Änderungsvereinbarung vom 28.06.2002, wonach die außer ihrer eigenen auch die Interessen „der außenstehenden Aktionären“ der wahrnahm. Hiernach sollte jeder Aktionär der der bereits vor dem Wirksamwerden der Verschmelzung Aktionär war, berechtigt sein, in einem „freiwilligen Spruchverfahren“, das durch ein aus dem Einzelschiedsrichter bestehendes Schiedsgericht entschieden werde, berechtigt sein klären zu lassen, ob die in dem Verschmelzungsvertrag festgelegten Umtauschverhältnisse „aus der Sicht der Aktionäre der angemessen sind“. Die Einleitung des Schiedsgerichtsverfahrens sollte binnen zwei Monaten nach Eintragung der Bekanntmachung der Eintragung der Verschmelzung möglich sein; dem Verfahren sollten sich weitere Aktionäre der binnen zwei Monaten nach Veröffentlichung der Einleitung des Verfahrens anschließen können. Soweit das Schiedsgericht feststelle, dass das Umtauschverhältnis für die Aktionäre der EH Alt und der RH günstiger seien als im Verschmelzungsvertrag vereinbart und die Aktionäre der deshalb ein zu günstiges Beteiligungsverhältnis an der erhalten hätten, bleibe das ohne Auswirkungen. Bei der Feststellung eines ungünstigeren Umtauschverhältnisses für die Aktionäre der EH Alt und der RH mit der Folge, dass die Aktionäre der eine günstigere Beteiligungsquote an der hätten erhalten müssen, verpflichteten sich und

aus ihrem Bestand Ausgleichsaktien der in bestimmtem Umfang den Aktionären der unentgeltlich zur Verfügung zu stellen sowie eventuell einen Spitzenausgleich

vorzunehmen und Dividenden auf die Ausgleichsaktien zu zahlen. Zu den Kosten des Schiedsgerichtsverfahrens bestimmt der Vertrag, dass die Schiedsbeklagte die Kosten des Schiedsgerichts und eines Sachverständigen trägt und dass das Schiedsgericht über die außergerichtlichen Kosten entsprechend § 13 a FGG entscheide.

Die Schiedskläger machen geltend: Die dem Verschmelzungsvertrag zugrunde liegenden Umtauschverhältnisse seien zu Lasten der freien Aktionäre der unangemessen, weil in dem Bewertungsgutachten der als Grundlage für die angenommenen Umtauschverhältnisse die Unternehmenswerte der EH Alt und der RH im Vergleich zur zu Unrecht wesentlich zu hoch angesetzt worden seien. Ihre Angriffe gegen die in dem Bewertungsgutachten der nach Ertragswerten ermittelten Unternehmenswerte betreffen die Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens; angebliche Unstimmigkeiten zwischen der Vergangenheitsentwicklung und den Planungsrechnungen; die Planungsrechnungen zur künftigen Geschäftsstruktur, zum Zinsüberschuss, zum Verwaltungsaufwand und zur Risikoversorge; Anpassungen im Gutachten an die Planungsrechnungen bezüglich Eigenkapital/Eigenkapitalrentabilität und bezüglich des Schließungsaufwandes; Fortschreibungen ewige Rente; Bewertungen der Auslandstöchter.

Davon unabhängig sind sie der Auffassung, die Börsenkurse dürften nicht unberücksichtigt bleiben mit der Folge, dass zur Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses die Börsenwerte der drei Gesellschaften heranzuziehen seien. Das ergebe sich aus der Rechtsprechung in Sachen DAT/Atlanta des Bundesverfassungsgerichts und des Bundesgerichtshofs über Abfindungen bei Unternehmensverträgen und Eingliederungen. Die Grundsätze dieser Rechtsprechung seien auf die vorliegenden Verschmelzungen anzuwenden, zumal die Großaktionäre der drei Hypothekenbanken mit dem vereinbarten Umtauschverhältnis allein ihre „Großbankinteressen“ (so die Schiedsklägerin) bzw. „Konzernziele ihrer Bankengruppen“

(so der Schiedskläger) verfolgt hätten, die nicht unerheblich von den Interessen der Minderheitsaktionäre abwichen. Bei der Börsenbewertung sei auf die Kursentwicklung in der Referenzperiode drei Monate vor Bekanntgabe der in den Hauptverhandlungen zu beschließenden Umtauschverhältnisse, also in der Zeit vom 06.08. bis 05.11.2002 abzustellen, weil die Bekanntgabe ein „Abstürzen“ der Börsenkurse der bewirkt habe. Wie sich aus der Darstellung des gerichtlich bestellten Sachverständigen S. 133 seines Gutachtens ergebe, sei der Anteil der am Gesamtbörsenwert der drei Gesellschaften von 38,52 % vor der Bekanntgabe auf einen Anteil von nur 30,41 % vor den Hauptverhandlungen zurückgegangen. Die gebotene Korrektur der Umtauschrelation auf der Grundlage der Börsenwerte zum maßgeblichen Stichtag der Bekanntgabe der Umtauschverhältnisse führe nach den zutreffenden Berechnungen des Sachverständigen S. 134 seines Gutachtens (nachfolgend „Rangfolgenregelung“ 1) zu einer Verbesserung der Umtauschverhältnisse zugunsten der Aktionäre der durch nachzugewährende Aktien im Verhältnis 7 : 2 und eine bare Zuzahlung von 7,15 € (so der Schiedskläger l) bzw. gemäß S. 135 des Gutachtens (nachfolgend „Rangfolgenregelung“ 2) im Verhältnis 6 : 1 und eine bare Zuzahlung von 0,39 € (so die Schiedsklägerin).

Die Schiedskläger beantragen,

1. festzustellen, dass und in welchem Umfang das Umtauschverhältnis für die ehemaligen Aktionäre der EH Alt und/oder der RH ungünstiger ist als im Verschmelzungsvertrag vereinbart und dass dadurch und in welchem Umfang die Alt-Aktionäre der unangemessen benachteiligt worden sind;
2. der Schiedsbeklagten die außergerichtlichen Kosten der Schiedskläger einschließlich eventueller Anwaltskosten aufzuerlegen.

Die Schiedsbeklagte beantragt,

1. die Schiedsklagen abzuweisen;
2. den Schiedsklägerin ihre außergerichtlichen Kosten einschließlich eventueller Anwaltskosten aufzuerlegen.

Sie hält die Schiedsklage für unbegründet, weil keine Anhaltspunkte dafür vorlägen, dass die in dem Verschmelzungsvertrag vorgesehenen und in den Hauptversammlungen beschlossenen Umtauschverhältnisse unangemessen seien. In dem gemeinsamen Bewertungsgutachten der seien die für die Umtauschverhältnisse maßgeblichen Unternehmenswerte nach der Ertragswertmethode methodisch richtig und inhaltlich zutreffend ermittelt worden. Die dagegen erhobenen Bewertungsrügen der Schiedskläger seien - wie die Schiedsbeklagte im einzelnen ausführt - insgesamt unbegründet, wie das Gutachten des gerichtlichen Sachverständigen bestätigt habe.

Eine Bewertung statt nach Ertragswerten nach Börsenkursen sei rechtlich nicht zulässig. Die vom Bundesverfassungsgericht in ZIP 1999, 1436 ff. und vom Bundesgerichtshof in ZIP 2001, 734 ff. entwickelten Grundsätze über die Heranziehung von Börsenwerten zur Bestimmung von Abfindungen bei Gewinnabführungs- und Beherrschungsverträgen und Eingliederungen seien jedenfalls auf Verschmelzungen von Gesellschaften, von denen wie hier keine einen beherrschenden Einfluss auf die andere auszuüben vermöge (merger of equals) grundsätzlich nicht übertragbar, wie auch das Bayerische Oberste Landesgericht in BB 2003, 275 ff. und das Oberlandesgericht Stuttgart in AG 2006, 420 ff. erkannt hätten. Etwas anderes ergebe sich auch nicht aus angeblich von den Großaktionären der drei Hypothekenbanken verfolgten „Großbankinteressen“ bzw. „Konzernzielen“. Die diesbezüglichen Behauptungen insbesondere der Schiedsklägerin und des Schiedsklägers seien nicht nur nicht nachvollziehbar, sondern auch unsubstantiiert. Die vom Schiedsgericht zu entscheidende Rechtsfrage der Zulässigkeit einer

Heranziehung von Börsenwerten zur Ermittlung der angemessenen Umtauschverhältnisse bei Verschmelzungen der vorliegenden Art sei deshalb zu verneinen.

Selbst wenn man - zu Unrecht - die Börsenkurse zur Ermittlung der Verschmelzungswertrelation im Grundsatz für heranziehbar erachten würde, stände dem vorliegend entgegen, dass wegen der „Marktenge“, d.h. dem bei allen drei Gesellschaften sehr geringen Teil frei handelbarer Aktien die Börsenkurse den Verkehrswert der Unternehmen nicht widerspiegeln und dass in dem allein maßgeblichen Referenzzeitraum drei Monate vor den Hauptversammlungen die Börsenwerte unter den Ertragswerten gelegen hätten. Überdies erkenne die von dem gerichtlich bestellten Sachverständigen in Betracht gezogene Verbesserung der Umtauschverhältnisse allein zugunsten der Aktionäre der in dem Umfang, in dem sich aus dem Verhältnis der Börsenkurse der drei Unternehmen zueinander ein günstigeres Umtauschverhältnis für die Aktionäre der ergebe als aus dem Verhältnis der Unternehmenswerte („Rangfolgenregelung“ 1), dass damit das Umtauschverhältnis unzulässig zu Lasten der Aktionäre der EH Alt und der RH verschoben werde. Eine derartige Verschiebung zugunsten der Aktionäre der und zu Lasten der Aktionäre der EH Alt und der RH könne entgegen der Auffassung des gerichtlich bestellten Sachverständigen und insbesondere des Schiedsklägers der Schiedsvereinbarung vom 26.04.2002 nicht entnommen werden. Sie stelle zugunsten der Minderheitsaktionäre der zwar ein prozessuales Instrumentarium zur Überprüfung des Umtauschverhältnisses zur Verfügung, ändere aber nichts daran, dass die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses nicht aus der subjektiven Sicht der Minderheitsaktionäre der aufnehmenden sondern wie in den gesetzlich vorgesehenen Spruchverfahren zugunsten von Minderheitsaktionären übertragender Gesellschaften nach objektiven Kriterien zu beurteilen sei. Die „Rangfolgenregelung“ 2 des gerichtlich bestellten Sachverständigen, wonach für jede Gesellschaft isoliert der jeweilige höhere Wert des

Börsen- oder Unternehmenswertes herangezogen werde, verstoße gegen den für die Ermittlung von Umtauschverhältnissen als maßgeblich anerkannten Grundsatz der Methodengleichheit.

Das Schiedsgericht hat Beweis erhoben gemäß Beweisbeschluss vom 25.06.2003 durch Einholung eines schriftlichen Sachverständigen-gutachtens darüber, ob und in welchem Umfang das Umtausch-verhältnis für die ehemaligen Aktionäre der EH Alt und/oder der RH ungünstiger war als im Verschmelzungsvertrag vereinbart und bejahendenfalls, welche günstigere Beteiligungsquote die außenstehenden Aktionäre der an der hätten erhalten müssen nach dem Ergebnis der Überprüfung der verschmelzungsvertraglichen Umtauschverhältnisse im Hinblick auf die von den Schiedsklägern erhobenen Bewertungsrügen. Nach längeren Kontroversen zwischen den Schiedsparteien über die Person des gerichtlich zu bestellenden Sachverständigen hat das Schiedsgericht am 12.02.2004 zum Sachverständigen bestellt und ihm nach Zahlung eines Honorarvorschusses durch die Schiedsbeklagte am 20.04.2004 den Auftrag zur Erstattung des Gutachtens erteilt.

In seinem Gutachten vom 21.08.2006 kommt der Sachverständige nach detaillierten Untersuchungen zu den Komplexen nicht betriebsnotwendiges Vermögen, Planungs- und Prognoserechnung (Plan- und Ist-Ergebniszahlen; künftige Geschäftsstruktur, Zinsüberschuss, Provisionsüberschuss; Verwaltungsaufwendungen; Kreditausfallkosten; sonstige Erträge; Fristentransformation; Thesaurierung und Eigenkapital; Fortschreibung ewige Rente) und Bewertung Auslandstöchter zu dem Ergebnis, dass die Unternehmenswerte der drei Gesellschaften in dem Bewertungsgutachten der zutreffend ermittelt worden und die daraus abgeleiteten Verschmelzungsrelationen zutreffend seien.

Bei dem „Untersuchungskomplex Börsenkurse“, bei dem „es zu einem ganz erheblichen Teil“ um durch das Schiedsgericht zu entscheidende Rechtsfragen gehe, unterscheidet der Sachverständige zwischen der Frage, ob die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts und des Bundesgerichtshofs „dem Grunde nach“ auf Verschmelzungen anzuwenden sei, und der Frage, wie die Rangfolgenregelung des Bundesverfassungsgerichts „Unternehmenswert, mindestens Börsenwert“ auf Verschmelzungen übertragen werden könne. Für den Fall einer grundsätzlichen Anwendbarkeit entwickelt er zwei „mögliche Modifikationen der Rangfolgenregelung des Bundesverfassungsgerichts für Verschmelzungen“:

Zum einen („Rangfolgenregelung“ 1) sei der Börsenkurs dann maßgebend, wenn sich aus dem Verhältnis der Börsenkurse der drei Unternehmen ein ungünstigeres Umtauschverhältnis für die Aktionäre der ergebe als aus dem Verhältnis der Unternehmenswerte. Hierdurch werde sichergestellt, dass die Aktionäre der mindestens so gestellt würden, als wenn sie im Vorfeld der Verschmelzung ihre Aktien verkauft und Aktien der EH Alt und der RH gekauft hätten. Dies würde am ehesten dem Grundgedanken des Bundesverfassungsgerichts entsprechen, den einzelnen Aktionär mindestens so zu stellen, als hätte er die vorgesehene aktienrechtliche Strukturmaßnahme vorweg über die Börse abgewickelt. Nach diesem Modell entwickelt der Sachverständige für alle in Betracht kommenden Stichtage höhere Anteile der Aktionäre der (nicht aber der Aktionäre der EH Alt und der RH) an den Börsenwerten als an den Ertragswerten der drei Gesellschaften und gelangt damit anhand der Börsenkurse zu einem verbesserten Umtauschverhältnis zugunsten der Minderheitsaktionäre der Den Umfang der Verbesserungen ermittelt er stichtagabhängig entsprechend den prozessualen Verbesserungen der Börsenwertanteile gegenüber den Ertragswertanteilen mit nachzugewährenden Aktien in dem Verhältnis 7 : 2 zum Stichtag Bekanntgabe der Verschmelzung, 32 : 1 zum Stichtag Unterzeichnung des Verschmelzungsvertrages und

23 : 1 zum Stichtag Hauptversammlung zuzüglich Zuzahlungen bei diesen Stichtagen von 7,15 €, 0,43 € und 0,71 €.

Zum anderen („Rangfolgenregelung“ 2) hält der Sachverständige es für „theoretisch denkbar“, für jede der drei Gesellschaften isoliert Börsen- und Unternehmenswerte gegenüberzustellen und den jeweils höheren Wert heranzuziehen. Da die Ertragswerte aller Gesellschaften zu den Stichtagen Unterzeichnung des Verschmelzungsvertrages und Tag der Hauptversammlung über den Börsenwerten gelegen hätten, verbleibe es für diese Stichtage bei den im Bewertungsgutachten der angesetzten Werten und bei den Umtauschrelationen des Verschmelzungsvertrages. Zum Stichtag Bekanntgabe der Verschmelzung sei indes der Börsenwert der (nicht aber der EH Alt und der RH) höher gewesen als dessen Ertragswert. Bei dem Ansatz dieses höheren Wertes ergebe sich ein Anteil der an dem Gesamtwert der drei Gesellschaften von 34,02 % gegenüber einem Anteil von 29,10 % an den Gesamtertragswerten, mithin zugunsten der Aktionäre der eine relative Erhöhung des anteiligen Unternehmenswertes der um 16,9072 % mit der Folge, dass den Aktionären der zusätzlich Stückaktien im Verhältnis 6 : 1 und eine bare Zuzahlung von 0,39 € zu gewähren seien.

Wegen aller übrigen Einzelheiten des Sach- und Streitstandes wird auf den Schiedsvertrag vom 26.04.2002, die Niederschriften über die mündlichen Verhandlungen am 07.05.2003 und 21.02.2007, den Beweisbeschluss vom 25.06.2003, das Gutachten des Sachverständigen vom 31.08.2006 nebst Anlagen sowie auf die Schriftsätze der Schiedsparteien nebst allen überreichten Anlagen Bezug genommen.

Entscheidungsgründe

Die zulässigen Schiedsklagen (I.) sind unbegründet (II.).

I.

1.

Die Schiedsklagen sind im Schiedsgerichtsverfahren zulässig. Der „Vertrag über die Durchführung eines freiwilligen Spruchverfahrens“ vom 26.04.2002 ist der Sache nach eine Schiedsvereinbarung im Sinne von § 1029 ZPO. Das ergibt sich aus Ziffer 3. des Vertrages, wonach das freiwillige Spruchverfahren durch ein Schiedsgericht entschieden wird. Bedenken gegen die Wirksamkeit der Schiedsvereinbarung, welche die vorliegenden Streitigkeiten ausdrücklich umfasst, bestehen nicht. Das gilt auch hinsichtlich der Schiedsfähigkeit nach § 1030 ZPO, die im Hinblick auf die Zuständigkeit staatlicher Gerichte in Spruchverfahren deshalb nicht zweifelhaft ist, weil die §§ 305 ff. UmwG a.F. nur den Aktionären der übertragenden Gesellschaften, nicht aber der - wie hier - aufnehmenden die Möglichkeit einer Überprüfung der Umtauschverhältnisse in Spruchverfahren ermöglichen. Die formellen Wirksamkeitsvoraussetzungen nach § 1031 ZPO sind erfüllt.

2.

Die Zuständigkeiten des amtierenden Schiedsgerichts ergibt sich aus der Änderungsvereinbarung zur Schiedsvereinbarung vom 28.06.2002.

3.

Die Schiedsklagen sind zulässig. Alle Schiedskläger sind entsprechend Ziffer 1. der Schiedsvereinbarung klagebefugt, weil sie - wie im Verlaufe des Schiedsgerichtsverfahrens unstreitig geworden ist -

bereits zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Verschmelzung am 13.08.2002 Aktionäre der waren.

Der Schiedskläger hat das Verfahren mit Antrag vom 27.09.2002 und damit entsprechend Ziffer 2. der Schiedsvereinbarung fristgerecht binnen zwei Monaten nach der am 11.09.2002 erfolgten letzten Bekanntmachung über die Eintragung der Verschmelzung in der Frankfurter Neue Presse eingeleitet. Nach der Bekanntmachung der Verfahrenseinleitung in der Zeitschrift Wertpapier (Das Börsen-Journal) am 24.10.2002 haben sich die Schiedskläger bereits mit Schreiben vom 16.10.2002, die mit Anwaltsschreiben vom 25.10.2002, die mit Schreiben vom 13.12.2002, mit Schreiben vom 16.12.2002 und mit Schreiben vom 13.12.2002 und damit entsprechend Ziffer 2. der Schiedsvereinbarung fristgerecht binnen zwei Monaten nach Bekanntmachung der Verfahrenseinleitung dem Schiedsverfahren angeschlossen.

4.

Dass die Schiedskläger und zur mündlichen Verhandlung am 21.02.2007 unentschuldigt nicht erschienen sind, steht nach § 1048 Abs. 3 ZPO einer Fortsetzung des Schiedsgerichtsverfahrens und dem Erlass eines Schiedsspruches nicht entgegen. Auf diese Rechtsfolgen sind die Schiedskläger durch das Schiedsgericht am 22.01.2007 hingewiesen worden.

II.

Die Schiedsklagen sind unbegründet, weil die aus den Unternehmenswerten der Verschmelzungspartner abgeleiteten verschmelzungsvertraglichen Umtauschverhältnisse angemessen sind (1.) und eine Heranziehung der Börsenwerte der Verschmelzungspartner zur Ermittlung angemessener Umtauschverhältnisse bei der vorliegenden Verschmelzung aus Rechtsgründen ausscheidet (2.).

1.

Die in dem Verschmelzungsvertrag vom 26.04.2002 vereinbarten Umtauschverhältnisse basieren auf den Unternehmenswerten der drei an der Verschmelzung beteiligten Hypothekenbanken. Die Unternehmenswerte sind in dem Bewertungsgutachten der für jedes der beteiligten Unternehmen und ihre ausländischen Tochtergesellschaften in gleicher Weise nach der Ertragswertmethode und in Anwendung der Bewertungsgrundsätze in IDW S1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in der maßgeblichen Fassung zur Zeit der Bewertungen ermittelt worden. Das entspricht gängiger Praxis und ist methodisch nicht zu beanstanden.

Die auf dieser methodischen Grundlage im Bewertungsgutachten der nach Analyse der wertrelevanten Daten und Zukunftsergebnisse ermittelten Unternehmenswerte der von 2.015,6 Mio. €, der EH Alt von 2.484,4 Mio. € und der RH von 2.424,6 Mio. € sind sachgerecht abgeleitet und in den Ergebnissen plausibel. Das ergibt sich aus dem schriftlichen Gutachten des gerichtlich bestellten Sachverständigen vom 21.08.2006. Das Gutachten setzt sich detailliert mit jeder einzelnen Rüge der Schiedskläger gegen Inhalt und Ergebnisse des Bewertungsgutachtens der ausführlich auseinander und kommt jeweils folgerichtig und einleuchtend zu dem Ergebnis, dass die Rügen nicht gerechtfertigt und

die Bewertungsschritte im -Gutachten sachgerecht sind. Gegen diese Feststellungen des Sachverständigen haben die Schiedskläger Einwendungen nicht erhoben, obwohl das Schiedsgericht ihnen wiederholt Gelegenheit dazu gegeben hat. Die Schiedsklägerin hat sogar ausdrücklich erklärt, das Gutachten von hinzunehmen, und der Schiedskläger hat ausdrücklich auf eine eigene Stellungnahme verzichtet. Unter diesen Umständen besteht kein vernünftiger Anlass, die für die Umtauschverhältnisse maßgeblichen Unternehmenswerte und damit die daraus folgerichtig abgeleiteten Umtauschverhältnisse selbst in Zweifel zu ziehen. Die in dem Verschmelzungsvertrag festgelegten Umtauschverhältnisse erweisen sich damit als angemessen.

2.

Eine Korrektur der im Verschmelzungsvertrag vereinbarten Umtauschverhältnisse auf der Grundlage der Börsenwerte statt der Ertragswerte der drei Hypothekenbanken kommt entgegen der Auffassung insbesondere der Schiedskläger und aus Rechtsgründen nicht in Betracht. Die in der Sache DAT/Atlanta vom Bundesverfassungsgericht (ZIP 1999, 1436 ff.) entwickelten und vom Bundesgerichtshof (ZIP 2001, 734 ff.) übernommenen Grundsätze über die Berücksichtigung von Börsenkursen beruhen auf Sachverhaltskonstellationen, die mit dem hier vorliegenden Sachverhalt nicht vergleichbar und deshalb auf die Streitsache nicht übertragbar sind.

a)

Beide Entscheidungen betreffen ausschließlich Ausgleichszahlungen und Abfindungen für außenstehende oder ausgeschiedene Aktionäre bei Gewinnabführungs- und Beherrschungsverträgen (§§ 304, 305 AktG) und bei Eingliederungen (§ 320 b AktG), nicht aber Verschmelzungen im Sinne des Umwandlungsgesetzes. Der Auffassung des Schiedsklägers die Verwendung des

Begriffs „Verschmelzungswertrelation“ in der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts zeige, dass die Entscheidung auch Verschmelzungen betreffe, verkennt, dass dieser Begriff beispielsweise a.a.O. S. 1442 lediglich entsprechende Formulierungen in § 320 b Abs. 1 S. 4 AktG zur Angemessenheit von Abfindungen durch Aktien in den Fällen von Eingliederungen wiederholt.

b)

Die Unternehmensverträge und die Eingliederung in der Sache DAT/Atlanta waren in besonderer Weise dadurch gekennzeichnet, dass die Atlanta AG Hauptaktionärin der DAT AG war und deshalb auch ohne die Kleinaktionäre der DAT AG und sogar gegen deren Willen kraft ihrer Herrschaftsmacht die DAT AG durch die Unternehmensverträge der Leitung durch die Atlanta AG unterstellen und zur Gewinnabführung verpflichten konnte sowie - später - kraft ihrer Stimmkraft in der Hauptversammlung der DAT AG deren Eingliederung in die Atlanta AG gegen Abfindung der DAT-Aktionäre durch die Gewährung von Aktien der Atlanta AG in einem festgelegten Verhältnis beschließen konnte.

c)

Vor diesem Hintergrund hielt das Bundesverfassungsgericht es für mit Art. 14 Abs. 1 GG unvereinbar, bei der Bestimmung einer Abfindung oder eines Ausgleichs für die Minderheitsaktionäre den Börsenkurs der Aktien außer Betracht zu lassen (a.a.O. S. 1436). Vielmehr habe bei der Barabfindung nach § 304 AktG und bei der Abfindung durch Aktien gemäß den §§ 305 Abs. 2, 320 b Abs. 1, S. 2 AktG bei der für die Bestimmung der Verschmelzungswertrelation notwendigen Unternehmensbewertung der abhängigen Gesellschaft der Börsenwert grundsätzlich als Untergrenze der Bewertung zu fungieren (a.a.O. S. 1442). Bei Eingliederungen in einen Konzern, bei denen der Hauptaktionär den Nutzen aus der Konzernierungsmaßnahme ziehe,

verlange das berechnete Interesse der zum Ausscheiden gezwungenen Minderheitsaktionäre eine volle Entschädigung für den Verlust ihrer Rechtsposition (a.a.O. S. 1439). Die volle Entschädigung für den Verlust des in Aktien verkörperten Eigentums dürfe jedenfalls nicht unter dem Verkehrswert der Aktien liegen, der bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf Börsenkurse festgesetzt werden könne (a.a.O. S. 1440). Der Verkehrswert von Aktieneigentum werde insbesondere aus der Sicht von Kleinaktionären durch die Verkehrsfähigkeit von Aktien bestimmt, die es dem Aktionär erlaube, über den Kapitalmarkt sein Kapital jederzeit nach freiem Belieben zu investieren oder zu deinvestieren. Die Entschädigung müsse daher so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhielten als bei einer „freien Deinvestitionsentscheidung“ (a.a.O. S. 1440), also nicht weniger, als sie ohne die zur Entschädigung verpflichtende Intervention des Mehrheitsaktionärs bei einem Verkauf erlöst hätten (a.a.O. S. 1441). Nichts anderes gelte für den Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag, bei dem die „außenstehenden“ Aktionäre zwar nicht wie bei der Eingliederung „aus der Gesellschaft gedrängt“ würden, aber doch eine erhebliche Beeinträchtigung ihrer grundrechtlich geschützten Gesellschaftsbeteiligung hinnehmen müssten, die einem Verlust jedenfalls wirtschaftlich gleichstehe (a.a.O. S. 1440 unter Hinweis auf BGHZ 135, 374).

d)

Vorliegend ist die Ermittlung angemessener Umtauschverhältnisse unter Heranziehung von Börsenkursen nicht geboten. Die in der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts entwickelten Grundsätze über die Maßgeblichkeit von Börsenwerten bei dem in der Entscheidung behandelten Konzernierungsmaßnahmen, die von Interessengegensätzen zwischen dem Großaktionär und den Minderheitsaktionären maßgeblich geprägt werden, sind jedenfalls dann, wenn es sich nicht um Konzernverschmelzungen, sondern wie hier um die

Verschmelzung von bis dahin unabhängigen Rechtsträgern (merger of equals) geht, unanwendbar (BayObLG BB 2003, 276 ff.; OLG Stuttgart AG 2006, 420, 427 m.w.N.). Um eine Deinvestition gegen Abfindung wie im Falle der Eingliederung nach § 320 b AktG geht es bei der vorliegenden Verschmelzung nicht. Bei der Eingliederung verlieren die Aktionäre der eingegliederten (Unter-)Gesellschaft ihr Aktieneigentum, weil alle Aktien, die sich nicht in der Hand der Hauptgesellschaft befinden, nach § 320 a S. 1 AktG auf diese übergehen, die Minderheitsaktionäre also auf diese Weise „aus der Gesellschaft gedrängt“ werden. Einen derartigen Verlust ihres in den Aktien verkörperten und durch Art. 14 Abs. 1 S. 1 GG gewährleisteten Eigentums erleiden die Kleinaktionäre bei der vorliegenden Verschmelzung nicht. Das gilt insbesondere aus der hier maßgeblichen Sicht der Schiedskläger als Minderheitsaktionäre der aufnehmenden, nach der Verschmelzung als firmierenden Denn sie bleiben auch nach der Verschmelzung Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft.

Eine Heranziehung von Börsenkursen ist auch nicht in Bezug auf die verschmelzungsvertraglichen Umtauschverhältnisse geboten. Die Festsetzung der Umtauschverhältnisse erfolgt im Verschmelzungsvertrag zwar nur für die Aktionäre der EH Alt und der RH als Gegenleistung für die Vermögensübertragungen auf die Von der Festsetzung sind aber die Schiedskläger als Anteilseigner der übernehmenden in gleicher Weise betroffen, weil davon die Beteiligungsquote aller Anteilseigner an der verschmolzenen Gesellschaft abhängt. Gleichwohl erleiden die Schiedskläger wegen der Festsetzung der Umtauschverhältnisse keine in vergleichbarer Weise zu besorgende Vermögenseinbuße wie bei Unternehmensverträgen. Bei diesen bedürfen die Minderheitsaktionäre wegen des Interessengegensatzes zwischen ihnen und dem Mehrheitsaktionär des besonderen Schutzes durch den Ansatz eines Mindestunternehmenswertes in der Form des Börsenwertes des Unternehmens. Eines solchen Schutzes mögen die Kleinaktionäre auch bei - hier nicht vorliegenden - Konzernverschmelzungen bedürfen (BVerfG AG 2003,

624 f.), nicht jedoch bei der Verschmelzung unabhängiger und gleichberechtigter Rechtsträger. Denn zwischen ihren Mehrheits- und Minderheitsaktionären besteht kein Interessengegensatz, sondern Interessenhomogenität (OLG Stuttgart, a.a.O., S. 427 m.w.N.; BayObLG a.a.O., S. 278 f.). Nach den §§ 4 Abs. 1, 5 Abs. 1 Nr. 3 UmwG schließen die Vertretungsorgane der an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger einen Verschmelzungsvertrag, der die Umtauschverhältnisse festlegt. Mangels gegenteiliger Anhaltspunkte ist ohne weiteres davon auszugehen, dass die Vertretungsorgane bei den Vertragsverhandlungen bestrebt waren, jeweils für ihre Gesellschaft ein möglichst so günstiges Umtauschverhältnis zu erreichen, dass damit eine möglichst hohe Beteiligungsquote an dem verbundenen Rechtsträger erzielt werden konnte. Die Verhandlungsführer der EH Alt und der RH werden deshalb bestrebt gewesen sein, ein möglichst hohes Umtauschverhältnis für die Aktionäre ihrer Gesellschaften zu erzielen, während die einen möglichst geringen Umtauschwert der Anteile der Übertragenden Rechtsträger angestrebt haben werden. Bereits dies schließt eine Vergleichbarkeit der mit der vorliegenden Verschmelzung verbundenen Vorgänge mit dem Abschluss von Unternehmensverträgen aus, die ein Mehrheitsaktionär in seinem Interesse und mit den ihm zur Verfügung stehenden Machtmitteln herbeiführt. Das gilt erst recht mit Blick auf die Interessenlage der Aktionärskreise innerhalb der einzelnen Verschmelzungspartner. Die vertraglich vereinbarten Umtauschverhältnisse gelten in gleichem Maße für Großaktionäre und Minderheitsaktionäre. Deshalb liegt das in den Verhandlungen über den Verschmelzungsvertrag verfolgte Interesse an einem für das jeweilige Unternehmen möglichst günstigen Umtauschverhältnis auch im Interesse der Minderheitsaktionäre, die an den Verhandlungen nicht beteiligt waren. Anderes als bei Unternehmensverträgen und Eingliederungen besteht kein Interessengegensatz zwischen verschiedenen Aktionärskreisen, sondern Interessenhomogenität zwischen Klein- und Großaktionären desselben Verschmelzungspartners (OLG Stuttgart, a.a.O., S. 424).

Darüber hinaus bietet das gesetzliche vorgeschriebene Verschmelzungsverfahren durch den notwendigen Abschluss eines Verschmelzungsvertrages (§ 4 UmwG), bei dessen Aushandeln - wie ausgeführt - jeder Verschmelzungspartner auf ein für ihn und seine Anteilseigner möglichst günstiges Umtauschverhältnis fokussiert ist, die notwendige Prüfung des Verschmelzungsvertrages durch einen gerichtlich bestellten unabhängigen Verschmelzungsprüfer (§§ 9 ff. UmwG) sowie durch die erforderliche Billigung des Verschmelzungsvertrages mit qualifizierter Mehrheit durch die Hauptversammlungen jedes beteiligten Rechtsträgers (§§ 13 Abs. 1. 65 Abs. 1 S. 1 UmwG) eine erhöhte Gewähr für die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses und damit einen Schutz der eigentumsrechtlichen Position aller Anteilseigner (OLG Stuttgart, a.a.O., S. 423 f.), wie er bei Unternehmensverträgen und Eingliederungen, die durchweg im einseitigen Interesse des Mehrheitsaktionärs erfolgen, nicht in auch nur entfernt vergleichbarer Weise vorhanden ist.

e)

Der Auffassung insbesondere der Schiedskläger und dies müsse vorliegend deshalb anders beurteilt werden, weil die Großaktionäre der an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger mit dem verschmelzungsvertraglich vereinbarten Umtauschverhältnis „Großbankinteressen“ und „Konzernziele ihrer Bankengruppen“ verfolgt hätten, die den Interessen der Minderheitsaktionäre nicht gerecht würden, kann nicht gefolgt werden. Greifbare Anhaltspunkte für die Annahme, dass die Großaktionäre zu ihren Gunsten Interessen der Minderheitsaktionäre gezielt vernachlässigt hätten, sind nicht ersichtlich und haben die Schiedskläger auch nicht dargelegt. Irgendwelche Tatsachen, die eine solche Annahme stützen oder wenigstens als plausibel erscheinen lassen könnten, haben sie nicht vorgetragen. Der Vortrag ist gänzlich unsubstantiiert und als solcher unbeachtlich. Eines besonderen Hinweises hierauf durch das Schiedsgericht bedurfte es

schon deshalb nicht, weil die Schiedsbeklagte die mangelnde Substantiierung ausdrücklich gerügt hat.

3.

Nach allem ist schon vom Ansatz her auf die von dem Bundesverfassungsgericht und dem Bundesgerichtshof entwickelten Grundsätze zur Ermittlung angemessener Umtauschverhältnisse auf der Basis von Börsenwerten nicht zurückzugreifen. Deshalb bedarf es weder einer Auseinandersetzung mit den zwischen den Schiedsparteien kontrovers diskutierten Themen „Marktenge“ und „Referenzzeitraum“, noch auch mit den auf der Grundlage von Börsenkursen zur Ermittlung angemessener Umtauschverhältnisse von dem gerichtlich bestellten Sachverständigen entwickelten, insbesondere von den Schiedsklägern und übernommenen und von der Schiedsbeklagten mit gewichtigen Argumenten angegriffenen „Rangfolgeregelungen“ 1 und 2.

III.

Die außergerichtlichen Kosten des schiedsgerichtlichen Verfahrens trägt entsprechend Ziffer 11 Abs. 2 der Schiedsvereinbarung die Schiedsbeklagte. Das entspricht gemäß § 13 a Abs. 1 S. 1 FGG der Billigkeit, weil erst nach einer umfänglichen Beweisaufnahme Klarheit über das angemessene Umtauschverhältnis erzielt werden konnte. Zu diesen Kosten zählen auch die Anwaltskosten der Verfahrensbevollmächtigten der Schiedskläger, weil deren Tätigkeiten zur zweckentsprechenden Rechtsverfolgung notwendig waren, zumal auch die Schiedsbeklagte anwaltlich vertreten war.

Über die Höhe der den Schiedsklägern zu erstattenden Kosten wird das Schiedsgericht in einem Ergänzungsschiedsspruch entscheiden, falls dies beantragt werden sollte.

Eine Entscheidung über die Kosten des Schiedsgerichts und des Sachverständigen, die nach Ziffer 11 Abs. 1 der Schiedsvereinbarung die Schiedsbeklagte trägt, erübrigt sich, weil diese Kosten außer Streit sind.

Abgefasst am 18. März 2007

Ort des schiedsrichterlichen Verfahrens: Frankfurt a.M.