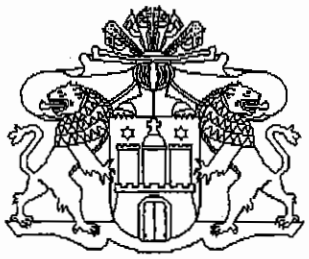

HANSEATISCHES OBERLANDESGERICHT
Beschluss

Geschäftszeichen:
13 W 12/09
404 O 173/03

In dem Rechtsstreit

- Antragsteller und Beschwerdegegner -

g e g e n

beschließt das Hanseatische Oberlandesgericht Hamburg, **13. Zivilsenat,**
am 9. Oktober 2009 durch die Richter

1.) Auf die Beschwerde der Antragsgegnerin wird unter Zurückweisung der Beschwerde der Antragstellerin zu 12 sowie der Anschlussbeschwerde des Gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre der Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 06.07.2007 abgeändert:

a) Die Abfindung für die durch Beschluss der Hauptversammlung der Hamburger Hochbahn Aktiengesellschaft vom 14.08.2003 auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin übertragenen Aktien wird auf € 65,41 für je eine Stückaktie mit einem rechnerischen Nennbetrag von je € 52,-, höhere Werte entsprechend höher, festgesetzt.

b) Die Abfindung ist vom 22.10.2003 an mit jährlich 2% über dem jeweiligen Basiszinssatz gem. § 247 BGB zu verzinsen.

2.) Die Antragsgegnerin hat für beide Instanzen die Kosten des Gemeinsamen Vertreters zu tragen.

Von den außergerichtlichen Kosten der Antragsteller in beiden Instanzen hat die Antragsgegnerin 1/6 zu erstatten, im Übrigen findet eine Erstattung außergerichtlicher Kosten nicht statt.

Die Gerichtskosten beider Instanzen fallen der Antragsgegnerin zur Last.

3.) Im Übrigen wird die Beschwerde der Antragsgegnerin zurückgewiesen.

4.) Der Geschäftswert wird für die Beschwerdeinstanz auf € 460.350,- festgesetzt.

Gründe

I.

Wegen des Sach- und Streitstandes 1. Instanz wird auf Ziffer I. der Gründe der angefochtenen Entscheidung Bezug genommen.

Die Antragsgegnerin, der der landgerichtliche Beschluss am 09.07.2007 zugestellt worden ist, hat mit am 19.07.2007 eingegangenen Schriftsatz Beschwerde erhoben; die Antragstellerin zu 12, der die Entscheidung am 12.07.2007 zugestellt worden war, erhob mit am 26.07.2007 bei Gericht eingegangenen Schriftsatz gleichfalls Beschwerde. Der Gemeinsame Vertreter der außenstehenden Aktionäre hat mit Schriftsatz vom 30.09.2009 einen abweichenden Zinsausspruch eingefordert.

Die Antragsgegnerin verfolgt ihre in erster Instanz umfassend dargelegte Rechtsauffassung weiter. Sie ist der Auffassung, dass das Landgericht nicht auf § 13 Abs. 3 der Verleihungsurkunde zur Konzession aus dem Jahre 1918 (im Folgenden: Verleihungsurkunde) habe abstellen dürfen, da die Durchführung eines squeeze-out der Ziehung der der (im Folgenden:) in § 13 Abs. 1 der Verleihungsurkunde eingeräumten Erwerbsoption nicht vergleichbar sei. Schon konstruktiv bestünden erhebliche Unterschiede, da bei Ziehung der Option das Unternehmen an sich, nicht aber wie beim squeeze-out die Aktien erworben würden, zudem würde in diesem Falle zunächst die an die HHA gezahlt haben und wären die Minderheitsaktionäre sodann aus dem Liquidationserlös entschädigt worden, während beim squeeze-out ein Anspruch gegen die Antragsgegnerin entstehe.

Insbesondere aber habe das Landgericht das durch § 13 Abs. 1 der Verleihungsurkunde der eingeräumte Recht der Sache nach unzulässiger Weise in eine Verpflichtung umgedeutet; gerade dass der Weg des squeeze-out beschritten worden sei, zeuge aber, dass die Klausel des § 13 Abs. 3 der Verleihungsurkunde tatsächlich keinen wirtschaftlichen Wert mehr verkörpert habe.

Auch auf den Rekonstruktionswert der HHA sei nicht abzustellen, da die Entschädigung jeweils ausgehend von dem Wert zu bemessen sei, der dem entzogenen Anteil konkret zukomme, der Rekonstruktionswert den Minderheitsaktionären jedoch nie habe zufließen können. Der Ansatz des Rekonstruktionswertes sei bei Unternehmungen der Daseinsvorsorge auch nach Ansicht des IDW nur bei einer Bewertung aus Sicht des Leistungserbringers sachgerecht.

Auch auf den mit € 65,41 für die letzten drei Monate vor der Hauptversammlung am 14.08.2003 festgestellten Börsenkurs dürfe nicht abgestellt werden: Gerade der vorliegende Fall, in dem es kurz vor dem Hauptversammlungstermin zu einem starken Kursanstieg gekommen sei, zeige, dass tatsächlich auf den Durchschnittskurs der letzten drei Monate vor Bekanntwerden der Strukturmaßnahme abzustellen sei.

Im Übrigen liege auch der Börsenwert – selbst wenn man auf den Durchschnittskurs der letzten drei Monate abstellen wollte – unter den tatsächlich anzusetzenden € 63,- da er um die auch den Minderheitsaktionären für 2003 zugeflossene Garantiedividende von € 2.60 zu mindern sei.

Da der sachgerechte Börsenwert – ermittelt im Durchschnitt der letzten drei Monate vor Bekanntwerden des squeeze-out – tatsächlich bei ca. € 52,- liege, müsse es im Ergebnis auf den von der Antragsgegnerin im Übertragungsbericht korrekt ermittelten Wert von € 63,- ankommen, der zutreffend aus einer Diskontierung der den Aktionären im Konzessionsvertrag garantierten Dividende und den ab dem Jahr 2011 zu erwartenden Mehrerträgen errechnet worden sei.

Die Antragsgegnerin beantragt,

> den Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 06.07.2007 aufzuheben und die Anträge der Antragsteller zurückzuweisen.

Die Antragsteller zu 1, 2, 3, 5, 6, 12, 13 und 14 beantragen,

> die Beschwerde der Antragsgegnerin zurückzuweisen.

Der Gemeinsame Vertreter der außenstehenden Aktionäre beantragt,

> die Beschwerde der Antragsgegnerin zurückzuweisen und
> unter Abänderung der angefochtenen Entscheidung die Abfindung vom 22.10.2003 an mit jährlich 2 Prozentpunkten über dem Basiszinssatz nach § 247 BGB – mindestens aber mit 5% - zu verzinsen.

Die Antragsteller und der Gemeinsame Vertreter verteidigen im Wesentlichen die Ausführungen des Landgerichts. Die Antragsteller zu 1 und 3 rügen hilfsweise einen zu geringen Ansatz der ab 2011 zu erwartenden Erträge; insoweit wird auf S. 2 – 14 des Schriftsatzes vom 25.06.2009 Bezug genommen. Der Gemeinsame Vertreter ist der Auffassung, dass sich auch die Verzinsung an der Regelung des § 13 der Verleihungsurkunde aus dem Jahre 1918, hier an § 13 Ziffer 4, orientieren müsse, der einen Mindestzinsfuß von 5% vorsieht.

Der Senat hat den Beteiligten – nach längerem Stillstand des Verfahrens – mit Verfügung vom 05.06.2009 Gelegenheit zur abschließenden Stellungnahme binnen sechs Wochen gegeben.

II.

Die Beschwerde der Antragsgegnerin hat teilweise Erfolg, die den außenstehenden Aktionären zu zahlende Entschädigung war nicht unter Rückgriff auf die Regelung des § 13 Abs. 3 der Verleihungsurkunde aus dem Jahre 1918, aber auch nicht an Hand der Garantiedividende gem. § 6 des Konzessionsvertrages vom 03.07.1918, sondern vielmehr nach dem durchschnittlichen Börsenkurs der letzten drei Monate vor dem Stichtag 14.08.2003 zu bestimmen.

Damit sind auch die Beschwerde der Antragstellerin zu 12 und das als Anschlussbeschwerde zu wertende Vorbringen des Gemeinsamen Vertreters mit Schriftsatz vom 30.09.2009 zurückzuweisen.

1.) Dem Recht aus § 13 Abs. 3 der Verleihungsurkunde kam im August 2003 keinerlei realer wirtschaftlicher Wert mehr zu.

Im Grundsatz ist zur Bemessung der Entschädigung davon auszugehen, dass Art. 14 GG auch das Anteilseigentum und dabei insbesondere das Eigentum an Aktien schützt, wobei sich der Schutz sowohl auf die mit dem Aktieneigentum verbrieften Mitgliedschaftsrechte, als auch die vermögensrechtlichen Ansprüche auf Gewinnbeteiligung und Abwicklungsquote erstreckt (Maunz/Dürig-Papier, Grundgesetz, Std. 40. Lfg. 2002, Art. 14, Rn. 195). Hierbei ist zu beachten, dass die für das Sacheigentum typische Koinzidenz von Rechtsinhaberschaft, Herrschafts- und Nutzungsmacht einerseits und Herrschaft über sowie Verantwortung und Haftung für die Sache beim Anteilseigentum erheblich gelockert ist, wobei der (Minderheits-) Aktienbesitz weniger Herrschaftsmacht über das Unternehmen, als vielmehr eine Kapitalanlage verkörpert (Maunz/Dürig-Papier, aaO.).

Die Höhe der Entschädigung hat sich dabei konkret am Wert des abverlangten Gutes zu orientieren (Maunz/Dürig–Papier, aaO., Rn. 594), der grundsätzlich dem Verkehrswert entspricht, also dem Preis, der im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach den rechtlichen Gegebenheiten und den tatsächlichen Eigenschaften sowie der Lage des Gegenstandes ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse

zu erzielen wäre (Maunz/Dürig–Papier, aaO., Rn. 615; ebenso Schmidt/Bleibtreu–Hofmann, Grundgesetz, 11. Aufl. 2008, Art. 14, Rn. 85).

Damit ist für die Bemessung der im Rahmen eines squeeze-out zu leistenden Entschädigung entscheidend, welche konkrete Vermögensposition dem außenstehenden Aktionär entzogen worden ist.

Die Aktie gewährt dem Aktionär Mitgliedschaftsrechte, die in Teilhabe-, Schutz- und Vermögensrechten bestehen; wobei letztere, die nach den vorherigen Ausführungen hinsichtlich der Minderheitsaktionäre ganz im Vordergrund stehen, konkret auf die Teilhabe am periodischen Gewinn und am Liquidationserlös im Fall der Auflösung des Aktiengesellschaft gerichtet sind (Karsten Schmidt, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2001, S. 557, 558).

Das Bundesverfassungsgericht fordert insoweit, dass den Kleinaktionären, eine volle Entschädigung, also das gewährt werden muss, was ihre Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist (BVerfG ZIP 1999, 1439).

Auszugleichen ist, was dem Aktionär an Eigentum im Sinne des Art. 14 Abs. 1 GG verlorengeht, womit für den Entzug des Eigentums an den Aktien der Wert der durch diese verkörperten Herrschafts- und Vermögenswerte abzugelten ist. Bezogen auf Kleinaktionäre, denen eine Beherrschung des betroffenen Unternehmens nicht möglich ist, steht dabei auch nach Auffassung des BVerfG die Vermögenskomponente im Vordergrund. Hiernach ist unter voller Entschädigung der Ausgleich des Werts der Beteiligung am arbeitenden Unternehmen unter Einschluss der stillen Reserven und des inneren Geschäftswertes zu verstehen (BVerfG aaO., S. 1440).

Hiervon ausgehend hält das BVerfG die Ertragswertmethode zur Bestimmung der Entschädigung für brauchbar, da ihr die verfassungsrechtlich unbedenkliche Prämisse zu Grunde liege, dass der Wert eines Unternehmens von seiner Fähigkeit abhängt, künftig Erträge zu erwirtschaften (BVerfG aaO., S. 1441).

a) Das Ertragswertverfahren als Gesamtbewertung des Unternehmens kann vorliegend jedoch nicht angewandt werden, da es nur zu einem positiven Unternehmenswert gelangt, sofern auch Überschüsse erwirtschaftet werden, was bei der HHA praktisch nie der Fall war.

Für die Auffassung einiger Antragsteller, dass (bezogen auf den Stichtag) tatsächlich bei einer Privatisierung, die zudem bis heute nicht erfolgt ist, nach kurzer Frist die Gewinnzone zu erreichen gewesen wäre (so Ast. zu 7, Schriftsatz vom 10.08.2004) gibt es keinerlei objektive Anhaltspunkte.

b) Entgegen der Auffassung des Landgerichts kann die angemessene Abfindung damit jedoch auch nicht unter Rückgriff auf den Kaufpreis gem. Ziffer 13 Nr. 3 der Verleihungsurkunde aus dem Jahre 1918 festgelegt werden.

Zwar ist der Erwägung beizutreten, dass bei der Bemessung des Wertes der einzelnen Aktie auch vertragliche Abreden zu Gunsten der Minderheitsaktionäre Berücksichtigung finden können. Auch die sachverständigen Prüfer sind in ihrem Prüfungsbericht (S. 13) zutreffend davon ausgegangen, dass eine Ertragswertberechnung auch bezogen auf die einzelne Aktie erfolgen könne, wobei der jeweils auf die einzelne Aktie künftig entfallende Zahlungsstrom zu ermitteln ist.

Ebenso trifft es zu, dass der Entscheidung des HansOLG aus dem Jahre 1979 nicht entnommen werden kann, dass die Regelung des § 13 Nr. 3 der Verleihungsurkunde aus dem Jahre 1918 von vornherein irrelevant sei, da der Senat damals darauf abgestellt hat, dass der Abschluss eines Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrages in seiner Wirkung gerade nicht einer Übernahme gleichkomme (HansOLG, AG 1980, 163, 165, l. Sp.).

Zum Stichtag war es jedoch ausgeschlossen, dass sich aus der Regelung des § 13 Abs. 3 der Verleihungsurkunde jemals ein Mittelzufluss zu Gunsten der Minderheitsaktionäre würde ergeben können.

In der Tat ergab sich aus § 13 Ziffer 3 im Jahre 1918 sicher eine rechtlich geschützte Erwartung, dass bei Ausübung des Rechts aus § 13 Nr. 1 der Verleihungsurkunde der Gesellschaft – bei Übernahme aller Aktiva und auch Passiva durch die – ein Erlös in Höhe von 150% des gezeichneten Aktienkapitals zufließen würde. Damit hätte sich zugleich ein Anspruch des einzelnen Aktionärs aus § 271 Abs. 1, 2 AktG (bzw. der entsprechenden früheren aktienrechtlichen Regelungen) i.V.m. § 9 des Konzessionsvertrages vom 03.07.1918 in Höhe von 150% des Nennwertes der von ihm gehaltenen Aktien ergeben. Da – wie oben ausgeführt – auch und gerade der Anspruch des Anteilseigners auf die Abwicklungsquote der Eigentumsgarantie des Art 14 Abs. 1

GG unterliegt, wäre damit grundsätzlich eine Entschädigung der Aktionäre auch für die Entziehung dieses Anspruches denkbar.

Zum Zeitpunkt des hier zu beurteilenden squeeze-out hatte die sich aus § 13 Nr. 1 und 3 der Verleihungsurkunde aus dem Juli 1918 ergebende Rechtsposition jedoch allenfalls noch den Gehalt einer fernen, wenn nicht irrealen Chance oder Erwartung, die dem Schutz des Art. 14 Abs. 1 GG gerade nicht unterfällt, womit auch die Barabfindung nach § 327b AktG nicht an ihr orientiert werden kann.

Zum Stichtag im August 2003 war die Ausübung des Rechts aus § 13 Nr. 1 durch die gerade wegen der damit eintretenden Rechtsfolge aus § 13 Ziffer 3 praktisch ausgeschlossen; die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, unter denen die fragliche Bestimmung in die Verleihungsurkunde aufgenommen worden war, hatten sich so gravierend verändert, dass bei vernünftiger und realitätsnaher Beurteilung niemand mit einem Vorgehen der nach § 13 der Verleihungsurkunde rechnen konnte.

Aus der Entstehungsgeschichte des Vertrages vom 03.07.1918 und der Verleihungsurkunde ergibt sich, dass die Hochbahn – als bis dahin rein private Unternehmung – und die seinerzeit davon ausgingen, dass aus dem Geschäftsbetrieb Gewinne zu erzielen seien.

Schon im Rahmen der Vorarbeiten zu den schließlich getroffenen Regelungen wurde erwartet, dass zwar nicht kurzfristig, aber doch auf längere Sicht ein so erheblicher Gewinn aus dem Betrieb der städtischen Bahnnetzes erwirtschaftet werden könnte, dass nicht nur die privaten Aktionäre mit einer Dividende von 5% rechnen, sondern auch der Staat die von ihm aufzubringenden Zinsen für den von ihm zu leistenden Grunderwerb hieraus würde decken könnte. Gerade auch für den Fall einer solch günstigen finanziellen Entwicklung wurde die Möglichkeit einer Übernahme der Gesellschaft durch den Staat gegen Zahlung eines Betrages in Höhe des fünfundzwanzigfachen Jahresgewinns, mindestens aber des vollen Aktienkapitals, vorgesehen (Verhandlungen von Senat und Bürgerschaft 1901, S. 699, Mitteilung des Senats an die Bürgerschaft, Nr. 226 vom 19.12.1901, S. 711, 712, § 21 des anl. Vertragsentwurfes, S. 735; ebenso: Verhandlungen von Senat und Bürgerschaft 1905, S. 655, Mitteilung des Senats an die Bürgerschaft Nr. 201 vom 09.10.1905, S. 661, §§ 15 – 17 des anl. Vertragsentwurfes S. 709 – 711).

Zwar hatte die zwischen 1912 und 1916 aus den bis dahin von der HHA gezahlten Konzessionsabgaben eine Verzinsung ihres für den Bau der Bahnanlagen aufgewandten Kapitals unter Berücksichtigung des insoweit zu leistenden Schuldendienstes nicht erhalten, mit der Neuregelung sollte jedoch gerade eine Rückkehr in die Gewinnzone erreicht werden (vgl. Verhandlungen von Senat und Bürgerschaft 1918,S. 61, Mitteilung des Senats an die Bürgerschaft Nr. 14 vom 28.01.1918, S. 61 ff., Antrag des Senats an die Bürgerschaft betreffend die Neuordnung der Verhältnisse der Hochbahn und der Straßenbahn, S. 63 unten). Auch die komplexe Regelung der Gewinnerteilung in § 8 des Konzessionsvertrages vom 03.07.1918 trägt gerade dieser Erwartung Rechnung. Es wurde angenommen, dass der Staat aus den Fahrpreisen mindestens eine 5-prozentige Goldmark-Dividende auf sein Aktienkapital werde erzielen können (aaO., S. 68 Mitte; s. auch Verhandlungen von Senat und Bürgerschaft 1923, S. 457, Mitteilung des Senats an die Bürgerschaft, Nr. 310 vom 23.05.1923, S. 458 unten).

Die weitere Entwicklung zeigte dann jedoch, dass dies eine vergebliche Hoffnung war: schon für das Haushaltsjahr 1920 wurde die erstmals aus § 6 des Konzessionsvertrages in Anspruch genommen (Verhandlungen von Senat und Bürgerschaft 1921, S.473, Mitteilung des Senats an die Bürgerschaft, Nr. 159 vom 11.04.1921). Um gleichwohl erhebliche Investitionen zu tätigen, wurde im Jahre 1923 eine (nahezu) Verdoppelung des gezeichneten Kapitals eingeleitet, wobei die Gesellschaft der im Hinblick auf Stimmrecht und Kurs der von der zu übernehmenden Aktien entgegenkam. Im Gegenzug wurde der erstmögliche Termin für den Erwerb der gesamten Gesellschaft durch den Staat vom 01.01.1943 auf den 01.01.1957 hinausgeschoben, womit die Erwartung verbunden war, dass hierdurch Privatpersonen – offenbar in Erwartung einer sich verbessernden Ertragssituation – zur Übernahme neuer Aktien zu bewegen sein würden. Wiederum im Gegenzug wurde der von der bei einer Übernahme aufzubringende Erwerbspreis vom 22 ½-fachen auf das 20-fache eines Jahresreinertrages abgesenkt.

Schließlich wurde als Erwerbspreis das 1 ½-fache des Nennkapitals im Zuge einer weiteren Vertragsänderung (bzw. Änderung der Konzession) festgelegt, die im, Zusammenhang mit einer direkten Beteiligung des Staates am Fahrpreisaufkommen über eine Fahrpreisabgabe vereinbart wurde (Verhandlungen von Senat und Bürgerschaft 1924, S. 542, Mitteilungen des

Senats an die Bürgerschaft Nr. 298 vom 10.12.1924; Verhandlungen von Senat und Bürgerschaft 1925, S. 196, Mitteilung der Bürgerschaft an den Senat vom 20.05.1925, S. 197).

Im Jahre 1928 schließlich wurde eine Erhöhung der Garantiedividende gem. § 6 des Konzessionsvertrages von 5 auf 6% erwogen, wobei die Gesellschaft hierdurch zur Übernahme der defizitären Walddörferbahn motiviert werden sollte (Verhandlungen von Senat und Bürgerschaft 1928, S. 151, Mitteilung des Senats an die Bürgerschaft Nr. 118 vom 18.05.1928) und hinsichtlich der Höhe der Garantie darauf abgestellt wurde, dass nach § 10 der Verleihungsurkunde aus dem Jahre 1918 die Fahrpreise so bemessen werden sollten, dass für die A-Aktien (also die von Privatpersonen gehaltenen Anteile) eine Verzinsung von 6% erreicht würde.

Der Entstehungsgeschichte des Regelungswerkes ist damit deutlich zu entnehmen, dass die Möglichkeit einer Übernahme der Gesellschaft durch den Staat zumindest auch im Hinblick darauf vereinbart wurde, dass der die Möglichkeit gegeben werden sollte, die Gewinne des Unternehmens an sich zu ziehen und den privaten Aktionären (nach der ursprünglichen Konzeption nur die Firmen Siemens & Halske sowie AEG, die die Infrastruktur errichten und dafür bis zum Zeitpunkt einer möglichen Übernahme durch die die Gewinne sollten ziehen dürfen) die Möglichkeit des gewinnbringenden Betriebes des Monopolunternehmens nicht auf unbestimmte Zeit überlassen werden sollte.

Den Interessen der privaten Kapitalgeber wurde dadurch Rechnung getragen, dass sie nach der Regelung des Übernahmeentgeltes – in Zusammenschau mit der Garantiedividende nach § 6 des Konzessionsvertrages – in der ursprünglichen Fassung (Ersterwerbsrecht zum 01.01.1943, Erwerbsentgelt mindestens Nennwert des Aktienkapitals) auf 25 Jahre mindestens eine fünfprozentige Verzinsung und sodann die Rückzahlung ihres Kapitals erhalten würden, womit sie wirtschaftlich nicht anders gestanden hätten, als bei Zeichnung einer 25-jährigen Anleihe. Die Anhebung des Erwerbsentgeltes auf den 1 1/2 –fachen Betrag des Aktienkapitals bei gleichzeitiger Entkoppelung vom tatsächlichen Ertrag des Unternehmens erfolgte offenbar vor dem Hintergrund, dass bis Mitte der 20er-Jahre tatsächlich nie Gewinne erzielt worden waren und die privaten Inhaber der A-Aktien daher auch nie die nach § 10 der Konzession erstrebte Verzinsung von 6% erhalten hatten.

Im Hinblick auf die tatsächliche wirtschaftliche Entwicklung, nach der die praktisch ständig Defizite des Unternehmens ausgleichen musste, war eine Übernahme der Gesellschaft nach § 13 der Verleihungsurkunde jedoch für die Stadt nie wirtschaftlich attraktiv und ist – soweit ersichtlich – auch nie ernstlich erwogen worden.

Damit aber kam zum Zeitpunkt des squeeze-out der Rechtsposition der Gesellschaft – die mittelbar auch die einzelnen Aktionäre begünstigte – aus § 13 Abs. 3 der Verleihungsurkunde tatsächlich keinerlei wirtschaftlicher Wert mehr zu. Anders wäre dies nur zu beurteilen gewesen, wenn im Jahre 2003 die Ziehung dieses Rechts aus Sicht der wirtschaftlich vorteilhaft gewesen wäre, was jedoch weder vorgetragen, noch sonst ersichtlich ist.

Der Argumentation des Landgerichts, es sei kein Grund ersichtlich, weshalb die Antragsgegnerin bzw. die beim Erwerb nach § 327a ff. AktG einen Kaufpreis unterhalb von 150% des Nennwertes der Aktien sollte erreichen können, folgt der Senat nicht: Es wäre schon nicht ungewöhnlich, wenn durch die Neueinführung gesetzlicher Regelungen bzw. die Änderung bestehender Gesetze Rechtspositionen – und zwar auch bis dahin als Eigentum geschützter Rechtspositionen – entwertet werden würden, da der Gesetzgeber innerhalb der Schranken des Art. 14 GG dazu berufen ist, selbst zu definieren, wie weit Eigentumsrechte reichen bzw. was überhaupt Eigentum im Sinne des Art. 14 GG ist. Auch die Entwertung der durch § 13 Abs. 3 der Verleihungsurkunde eröffneten Rechtsposition mit der Eröffnung des squeeze-out durch das Aktienrecht wäre durch die Minderheitsaktionäre damit wohl in jedem Falle (also auch bei einer bis dahin bestehenden Werthaltigkeit dieser Rechtsposition) hinzunehmen gewesen, da an der Verfassungsmäßigkeit dieser Regeln kein ernsthafter Zweifel besteht. Tatsächlich aber wurde dieses Recht mit der Eröffnung des nunmehr von der Antragsgegnerin beschrittenen Weges zum Erwerb sämtlicher Anteile nicht entwertet, da es, wie oben dargestellt, tatsächlich wohl zu keinem Zeitpunkt, jedenfalls aber nicht mehr werthaltig war, seit sich der Betrieb der HHA dauerhaft als defizitär erwiesen hatte.

c) Auch eine Bemessung der Entschädigung nach Sachwertgesichtspunkten kommt nicht in Betracht, insbesondere kann entgegen der Ansicht der Antragsteller nicht auf den Rekonstruktionswert abgestellt werden.

Im Rahmen eines Einzelbewertungsverfahrens wäre – anders als bei einer Gesamtbewertung nach dem im Rahmen von Spruchverfahren ganz überwiegend angewandten Ertragswert- oder dem discounted-cash-flow-Verfahren – die Summe der im Unternehmen vorhandenen Vermögenswerte zu bilden, wobei entweder auf den Liquidations- oder den Substanzwert abgestellt werden kann (vgl. Ballwieser, Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2007, S. 8).

aa) Dass eine Wertermittlung nach Zerschlagungswerten vorliegend nicht in Betracht kommt, da eine Liquidation des der Daseinsvorsorge dienenden Unternehmens ausgeschlossen ist, ist offensichtlich und zwischen den Parteien auch nicht im Streit.

bb) Üblicherweise kommt dem Substanzwert im Rahmen der Bewertung eines Unternehmens kaum Aussagekraft zu, da die zugrundeliegende Annahme einer Neuerstellung des Unternehmens rein fiktiv wäre, es aber regelmäßig ausgeschlossen erscheint, dass tatsächlich ein Veräußerungserlös in Höhe der Summe der Einzelwerte erzielt würde (Ballwieser aaO., S. 190).

Der Antragsgegnerin ist darin beizutreten, dass auch im vorliegenden Sachverhalt der Substanz- oder Rekonstruktionswert im Rahmen einer Bewertung der Anteile der außenstehenden (Minderheits-) Aktionäre irrelevant ist.

Der Umstand, dass – wie vom Landgericht auf S. 9/10 des angefochtenen Beschlusses zutreffend dargelegt – eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren nicht möglich ist, da zum Stichtag überhaupt nicht konkret absehbar war, dass die Gesellschaft irgend wann einmal Gewinne würde erzielen können, kann hier nicht zu einer Bemessung der den Minderheitsaktionären zustehenden Entschädigung nach dem Rekonstruktionswert führen.

Der Rekonstruktionswert entspräche den Aufwendungen, die zu tätigen wären, um dass der Daseinsvorsorge dienende Unternehmen im zum Stichtag gegebenen Zustand neu zu erstellen – diese Aufwendungen aber würde ein rational handelnder Investor dann nicht tätigen, wenn absehbar mit dem fraglichen Unternehmen Erträge nicht zu erwirtschaften und im Gegenteil in jeder Periode ganz erhebliche Defizite zu decken wären. Dass Aufwendungen zu Erstellung und Betrieb eines solchen Unternehmens gleichwohl vorgenommen werden, ist nur durch andere als (jedenfalls unmittelbar) wirtschaftliche Zwecksetzungen zu

erklären, nämlich den Umstand, dass der Investor in der Gestalt der öffentlichen Hand (wie hier die im Alleineigentum des Staates stehende Antragsgegnerin) zur Erbringung von Leistungen der Daseinsvorsorge verpflichtet ist. Daraus aber folgt zwingend, dass ein Verkaufserlös in Höhe des Substanzwertes niemals wird erzielt werden können, womit zugleich ausgeschlossen ist, dass dieser Wert jemals den Aktionären kraft ihrer Mitgliedschaftsrechte zufließen könnte. Dass es in absehbarer Zukunft zur Veräußerung des Anlagevermögens der Gesellschaft an einen anderen zur Leistungserbringung verpflichteten Erwerber kommen könnte, etwa im Zuge einer weiteren Marktöffnung, und dabei tatsächlich ein Erlös in Höhe des Rekonstruktionswertes erzielt werden könnte, war im Jahre 2003 nicht ansatzweise konkret ersichtlich (und ist es auch heute nicht, was die damalige Einschätzung der Situation bestätigt).

Wie oben dargelegt verhält es sich auch gerade nicht so, dass dem einzelnen Aktionär kraft seiner Mitgliedschaft ein Anteil am Aktivvermögen der Gesellschaft, also der Sachsubstanz des Unternehmens, zusteht; dem einzelnen Aktionär ist gerade nicht ein (bildlich gesprochen) seinem Anteil am Gesamtkapital entsprechender „Bruchteil" der Vermögenswerte der Gesellschaft zugeordnet. In vermögensrechtlicher Hinsicht erschöpfen sich seine über Art. 14 GG geschützten (Vermögens-)Rechte als Aktionär vielmehr im Recht auf Teilhabe am periodisch verteilten Gewinn und am Überschuss nach Liquidation – beide Positionen können aber den Rekonstruktionswert des Unternehmens nie erfassen.

Wie vom sachverständigen Zeugen vor dem Landgericht ausgeführt, ist insoweit die Sachsubstanz der HHA für den Minderheitsaktionär wertmäßig bedeutungslos, da an sie zu keinem Zeitpunkt „heranzukommen" war (S. 5 unten des Sitzungsprotokolls vom 21.03.2007).

Auch der einschlägige Standard des IDW, S 1 (Stand Juni 2000), sieht in Randnummer 153 den Ansatz des Rekonstruktionswertes als „Wert des Unternehmens aus Sicht des Leistungserstellers" vor; dies ist konsequent, denn nur dieser wäre – auf Grund seiner Verpflichtung zur Leistungserbringung (oder des sonstigen nicht-erwerbswirtschaftlichen Zweckes – etwa bei non-profit-Unternehmen) hypothetisch bereit (oder sogar verpflichtet), das Unternehmen zum Stichtag „neu" zu erstellen.

Bei einer Bemessung der Entschädigung nach dem Rekonstruktionswert würde sich der squeeze-out für die Minderheitsaktionäre als echter Glücksfall herausstellen, ihnen würde ein Wert zufließen, auf den sie ohne den Ausschluss nie hätten zugreifen können. Der Anspruch aus § 327b Abs. 1 S. 1 AktG soll jedoch nur eine Entschädigung für tatsächlich entzogene Werte gewährleisten.

Insoweit ist es auch nicht entscheidend, dass – wie vom Gemeinsamen Vertreter der außenstehenden Aktionäre hervorgehoben – dass Anlagevermögen der HHA in den Jahren 2000 – 2002 zwischen € 347.000.000 und € 525.000.000, ihr Eigenkapital bei ca. € 140.000.000 lag: Bei ertragsorientiert bewertenden Unternehmen wären diese Positionen in der Tat Indikatoren für einen ganz erheblichen gemeinen Wert (und würden im Rahmen der Gesamtbewertung wohl zu einem erheblichen Ertragswert führen), nicht aber bei einer Unternehmung, die in eben diesen Jahren ihre Betriebskosten bei weitem nicht decken und nur auf Grund staatlicher Subventionierung überhaupt im Markt bleiben konnte.

Auch eine Realisierung des Rekonstruktionswertes durch eine public private partnership (so der Ast. zu 7, Schriftsatz vom 05.02.2007) ist (soweit überhaupt denkbar) jedenfalls mangels irgendwelcher konkreter Anhaltspunkte für die Realisierung eines solchen Projektes in absehbarer Zukunft, nicht zu berücksichtigen.

Damit ist im Ergebnis – anders als von den Antragstellern und dem Gemeinsamen Vertreter der außenstehenden Aktionäre erstrebt – ein Gutachten über den Rekonstruktionswert der HHA zum Stichtag nicht einzuholen, da eine Bemessung der Entschädigung auf dieser Basis nicht in Betracht kommt.

d) Abgestellt werden kann damit grundsätzlich – im Rahmen einer auf die einzelne Aktie bezogenen Ertragswertbetrachtung – auf den Mittelzufluss, wie ihn das Eigentum an der Aktie dem Minderheitsaktionär tatsächlich gewährt.

Insofern ist der Ansatz der Antragsgegnerin bzw. der Sachverständigengutachten der zunächst auf die von der garantierte Dividende von 5% abzustellen, zutreffend.

Dieser Wert floss den Minderheitsaktionären tatsächlich zu, ohne squeeze-out wäre die Garantiedividende weiterhin an sie geleistet worden.

Die Berechnung des Barwerts der Garantiedividende (s. S. 63 des Übertragungsberichts) ist nicht zu beanstanden. Der verwandte Basiszinssatz hält sich im Rahmen der seinerzeit geltenden Empfehlung des IDW; der minimale Risikozuschlag von 0,15% erscheint im Hinblick darauf, dass als Vergleichsanlage grundsätzlich auf eine risikofreie Anlage abzustellen ist und die seinerzeit niedriger geratet war, als die Bundesrepublik, gut vertretbar.

Auch der pauschalierte Ansatz der persönlichen Ertragssteuern mit 35% ist sachgerecht; dass diese Pauschalierung innerhalb der Gruppe der verschiedenen betroffenen Aktionäre zu Ungleichgewichten führt (so Ast. zu 1 und 3, Schriftsatz vom 12.11.2004), ist zutreffend, da selbstverständlich kaum einer der betroffenen Aktionäre tatsächlich mit einem Durchschnittssatz von exakt 35% belastet sein wird und vielmehr in der Realität sowohl höhere, als auch niedrigere Belastungen bestehen werden. Dies ist jedoch im Rahmen einer Pauschalierung, die zwingend geboten ist, um die Bewertung nicht entweder in der Praxis unmöglich zu machen oder aber den Umstand auszublenden, dass die künftigen Erträge, für deren Entzug die Aktionäre entschädigt werden sollen, der Steuer unterliegen, unvermeidbar.

Damit ergibt sich ein diskontierter Wert der Garantiedividende je Aktie per 01.01.2003 von € 58,47, der zum Stichtag (14.08.2003) auf € 59,74 aufzuzinsen ist.

Nicht überzeugend ist hingegen der Ansatz einer über die Garantiedividende hinausgehenden Ausschüttung mit einem Barwert von ca. € 2,70.

Die Planung eines Jahresüberschusses ab dem Jahr 2011 hatte zum Bewertungsstichtag keine hinreichende Grundlage. Der Übertragungsbericht leitete die erwartete „nachhaltige Ausschüttung" ab dem Jahre 2011 im Wesentlichen aus einer erwarteten Ausgleichszahlung der nach Eintritt in einen geöffneten Markt ab, wobei diese sogar noch deutlich höher angesetzt wurde, als der von der bis dahin zu erbringende Verlustausgleich (s. S. 54 des Übertragungsberichts), wobei unterstellt wurde, dass sich die im Kapitel 4.1.2.4. des Berichts dargestellten wirtschaftspolitischen Annahmen (s. S. 25 – 30) bewahrheiteten. Zwar ist der Antragsgegnerin darin beizutreten, dass im Jahre 2003 die Entwicklung des europäischen Rechts eine Entwicklung, wie sie der Berechnung der Ausschüttung zu Grunde liegt, nicht völlig unwahrscheinlich

erscheinen ließ. Dass schon im Jahre 2003 auch nur im Wege einer halbwegs verlässlichen Prognose herzuleiten gewesen wäre, in welcher Höhe die staatlichen Ausgleichsleistungen über den reinen Verlustausgleich hinausgehen würden (um dem privaten Betreiber eine angemessene Rendite - in welcher Höhe? – zu gewährleisten), ist jedoch nicht dargetan. Konkrete, die künftig zu erwartenden staatlichen Leistungen quantifizierende Rechtsgrundlagen bestanden nicht, die Annahme, dass eine marktübliche Rendite gewährleistet werden würde (S. 50 oben des Übertragungsberichtes), mag noch nachvollziehbar sein, die Herleitung dieser Rendite aus der EBITDA-Marge von Vergleichsunternehmen (S. 52 des Übertragungsberichtes) ist es nicht. So ist schon nicht ersichtlich, dass die herangezogenen Vergleichsunternehmen, die zudem zu einem erheblichen Teil außerhalb der EU tätig sind, strukturell der HHA vergleichbar wären. Bedenklich ist auch die Heranziehung einer erheblichen Zahl von Unternehmen mit Sitz in Großbritannien, da damit unterstellt wurde, dass die Privatisierung des öffentlichen (Nah-) Verkehrs in ganz Europa einen ähnlich radikalen Weg wie im Vereinigten Königreich einschlagen würde, was 2003 wohl kaum als gesichert angesehen werden konnte. Weiter ist z.B. die Arriva Plc. in nahezu ganz Großbritannien tätig und nicht wie die HHA im Kerngeschäft auf eine einzige Großstadt beschränkt; gleiches gilt für die First Group Plc und die National Express Group Plc; alle diese Gesellschaften sind zudem in erheblichem Umfang auch grenzüberschreitend tätig. Die BLS schließlich ist völlig anders als die HHA wesentlich vom Betrieb ihrer touristisch intensiv genutzten Hochgebirgsstrecken geprägt; bei den DSB handelt es sich offenbar um die Dänischen Staatsbahnen, also ein klassisches Eisenbahnunternehmen mit wesentlichen Anteilen im Fern- und Güterverkehr.

Nach dem Kenntnisstand 2003 war damit eine irgendwie belastbare Ableitung der wirtschaftlichen Situation in den Jahren ab 2011 auf Basis einer unterstellten, völlig neuen rechtlichen Struktur und unter Heranziehung ganz heterogener und auch je für sich genommen kaum vergleichbarer Verkehrsunternehmen nicht möglich, realistisch war vielmehr allein eine Fortschreibung der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse, womit weiterhin der Staat das Defizit ausgeglichen hätte und eine Mehrausschüttung oberhalb der Garantiedividende nicht angefallen wäre.

Auch wenn eine Betrachtung ex post im Rahmen des Spruchverfahrens grundsätzlich nicht zulässig ist, steht zudem die tatsächliche Entwicklung bis zum Jahre 2009 dieser Bewertung der Prognosen des Übertragungsberichtes nicht entgegen. Nach dem aktuellen Jahresbericht der HHA für das Geschäftsjahr 2008

(http://www.hochbahn.de/wps/wcm/connect/b79c65804cff7518ae5fffbd02d43da0/Hochbahn_UB_2008.pdf?MOD=AJPERES) hat sich an der Situation, wie sie sich im Jahre 2003 tatsächlich darstellte, faktisch nichts geändert; es erfolgt weiterhin ein Verlustausgleich durch die (für Jahr 2008 in Höhe von knapp € 60.000.000) – aber auch nicht mehr.

e) Da somit als Ertragswert der einzelnen Aktie lediglich die diskontierte Garantiedividende von knapp € 60,- anzusetzen ist, ist die Entschädigung nach § 327b AktG hier tatsächlich nach dem Kurswert der Aktien anzusetzen.

Insoweit hält der Senat jedenfalls im vorliegenden Sachverhalt mit der weiterhin unveränderten Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (BGHZ 147, 108, 118 ff) und des 11. Zivilsenats des HansOLG (AG 2002, 406, 407) daran fest, dass – entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin – als Referenzzeitraum für die Bestimmung des Durchschnittskurses, auf die letzten drei Monate vor dem Stichtag und nicht das letzte Vierteljahr vor dem Bekanntwerden des durchzuführenden squeeze-out abzustellen ist.

Allerdings wird durch die tabellarische Aufstellung des Handels in Aktien der HHA Anl. AG 5 belegt, dass es in der Tat zu einem deutlichen Kursanstieg erst innerhalb des letzten Monats vor der entscheidenden Hauptversammlung kam, was nahelegt, dass jedenfalls ein Anstieg des Kurses auf mehr als € 53,- (Kurse über € 50 – 52 wurden ausweislich Anl. AG 5 auch in den Vorjahren an einigen Handelstagen erreicht) im Hinblick auf die erwartete Barabfindung erfolgte. Auch ist der Antragsgegnerin (S. 21 f. des Schriftsatzes vom 26.05.2004) zuzugeben, dass der Markt kurz vor dem Hauptversammlungstermin recht eng war.

Gleichwohl ist am vorgenannten Referenzzeitraum, festzuhalten.

Zum einen war der Markt nicht so eng, dass jedenfalls einzelnen Minderheitsaktionären eine Deinvestition nicht mehr möglich gewesen wäre, vielmehr fand doch noch so viel Handel statt, dass eine Veräußerung möglich gewesen wäre, zumal das Handelsvolumen kurz vor der Hauptversammlung ja tatsächlich anstieg.

Zum anderen kann hier nicht die Rede davon sein, dass der Börsenkurs durch die Bekanntgabe des squeeze-out so drastisch verfälscht worden wäre, dass er

keinerlei Bezug mehr zum inneren Wert des Unternehmens oder besser der einzelnen Aktie hatte: Wie oben dargelegt, kam der einzelnen Aktie ein Ertragswert von knapp € 60,-, nach der Einschätzung der Antragsgegnerin sogar von knapp € 63,- zu. Damit aber stellt sich der mit € 65,41 (nach der unstreitigen Berechnung Anl. AG 4) festgestellte Durchschnittskurs der letzten drei Monate vor der Hauptversammlung gerade nicht als rein spekulativer Wert ohne jede Beziehung zu den tatsächlichen Verhältnissen dar. Damit aber bietet der vorliegende Sachverhalt keinen Anlass, von der durch den Bundesgerichtshof (BGHZ 147, 108, 118 Mitte) gerade auch im Hinblick auf eine erhöhte Rechtssicherheit festgesetzten Referenzperiode abzuweichen.

Schließlich ist entgegen der Ansicht der Antragsgegnerin (S. 20 des Schriftsatzes vom 26.05.2004) auch ein Abzug der von den Minderheitsaktionären noch vereinnahmten Garantiedividende von € 2,60 je Aktie nicht vorzunehmen. Sämtliche Einkünfte aus der durch die Aktie verkörperten Mitgliedschaft stehen den Aktionären bis zum Zeitpunkt der dinglichen Wirksamkeit der Übertragung ihrer Anteile auf den Hauptaktionär gem. § 327e Abs. 3 AktG ungeteilt zu (Schmidt/Lutter-Schnurbus, Aktiengesetz, 2008, § 327b, Rn. 7) und damit bis zu diesem Zeitpunkt auch unter dem Schutz des Art. 14 GG.

f) Damit ist die den außenstehenden Aktionären zu zahlende Entschädigung gem. §§ 327b Abs. 1 S. 1, 327f Abs. 1 S. 2 AktG auf € 65,41 je Aktie festzulegen.

2.) Die Entschädigung ist gem. §§ 327b Abs. 2 AktG, 247 BGB ab Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister am 22.10.2003 mit 2% über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.

Nach den obigen Ausführungen kann entgegen der Auffassung des Gemeinsamen Vertreters auch für die Verzinsung nicht an die Regelung des § 13 der Verleihungsurkunde aus dem Jahre 1918 angeknüpft werden.

3.) Die Kostenentscheidung beruht auf §§ 15 Abs. 2 SpruchG, 13a Abs. 1 FGG; der Festsetzung des Gegenstandswertes liegt § 15 Abs. 1 SpruchG zu Grunde.

Es entspricht unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit, die Antragsgegnerin für beide Instanzen zur Erstattung von 1/6 der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu verpflichten, da es durch die Anträge letztlich zu einer Anhebung der Entschädigung zwar nicht um € 15,- je Aktie, was bei einer

Anknüpfung an § 13 Abs. 3 der Verleihungsurkunde im Raum stand, aber doch um ca. € 2,50 je Aktie kam.

Dieses Ergebnis fordert keine Beteiligung der Antragsteller an den Gerichtskosten, auch hinsichtlich der Kosten des Gemeinsamen Vertreters hat es bei der regelmäßig gegebenen Kostenpflicht der Antragsgegnerin zu bleiben.

Der Gegenstandswert ergibt sich als Produkt der von der Antragsgegnerin erstrebten Herabsetzung der vom Landgericht festgesetzten Entschädigung um € 15,- und der Anzahl der außenstehenden Aktien.