

Kristian Stange

Zwangsausschluss von Minderheitsaktionären (Squeeze-out)

Eine empirische und dogmatische Analyse

Empirische Studien  
zum deutschen und europäischen Unternehmensrecht

Band 9

Herausgegeben von Prof. Dr. Walter Bayer

# Zwangsausschluss von Minderheitsaktionären (Squeeze-out)

Eine empirische und dogmatische Analyse

von

Kristian Stange

JWV

Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft 2010

Bibliographische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten

©2010 JWV Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft mbH

Druck: Bookstation GmbH, Sipplingen

Satz: Rene Wieser ([www.lynx-typografie.de](http://www.lynx-typografie.de))

Printed in Germany

ISBN (print) 978-3-86653-146-8

ISBN (eBook) 978-3-86653-893-1

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem)

Papier entsprechend ISO 9706

Internet: [www.jwv.de](http://www.jwv.de)

*Meinen Eltern Uwe Stange und Anke Hertneck-Stange*



# Vorwort

Die vorliegende Arbeit ist während meiner Tätigkeit am Institut für Rechtstatsachenforschung zum Deutschen und Europäischen Unternehmensrecht Jena entstanden und wurde im Sommersemester 2009 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Friedrich-Schiller-Universität Jena als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung wurden bis November 2008 berücksichtigt.

Besonderen Dank schulde ich meinem Doktorvater Prof. Dr. Walter Bayer, der meine Arbeit stets aufmerksam betreut hat, sowie Prof. Dr. Jochem Reichert für die gründliche und zeitnahe Erstellung des Zweitgutachtens.

Ich danke den Mitarbeitern und Hilfskräften des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Handels- und Gesellschaftsrecht, Privatversicherungsrecht und Internationales Privatrecht für die stets gute Zusammenarbeit und die schöne und kollegiale Atmosphäre. Dr. Daniel Renner danke ich für die Diskussionsbereitschaft, die das Veranbringen der Dissertation sehr gefördert hat.

Schließlich gilt mein Dank all jenen, die mich beim Verfassen der Arbeit begleitet und unterstützt haben, zuvorderst Frau Mag. Romy Prinzer für ihre Geduld, ihre motivierenden Worte und ihr Verständnis über die Jahre hinweg. Gedankt sei schließlich dem Bundesamt für Finanzdienstleistungsaufsicht für die freundliche Überlassung von Kursdaten sowie dem Bundesjustizministerium für die Unterstützung der rechtstatsächlichen Erhebungen am Institut.

Gera, im Juni 2009

*Kristian Stange*



# Inhaltsübersicht

Vorwort . . . . .	7
A. Einführung . . . . .	21
B. Aufbau der Untersuchung und Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes . . . . .	25
C. Vorbetrachtungen . . . . .	27
D. Der aktienrechtliche Squeeze-out . . . . .	65
E. Der übernahmerechtliche Squeeze-out . . . . .	261
F. Zusammenfassung und Thesen . . . . .	279
Anhang . . . . .	289
Literaturverzeichnis . . . . .	439
Stichwortverzeichnis . . . . .	487



# Inhaltsverzeichnis

Vorwort . . . . .	7
<b>A. Einführung . . . . .</b>	<b>21</b>
<b>B. Aufbau der Untersuchung und Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes . . . . .</b>	<b>25</b>
<b>C. Vorbetrachtungen . . . . .</b>	<b>27</b>
I.    Rechtliche Einordnung des Squeeze-out . . . . .	27
1.    Machtverhältnis zwischen Mehrheit und Minderheit	27
2.    Abgesenktes Schutzniveau für „anlageorientier- te“ Aktionäre . . . . .	28
II.   Mehrheitsumwandlung nach UmwG a.F. . . . .	29
III.  Entstehungsgeschichte der Ausschlussmöglichkeiten .	33
1.    Die Entwicklung auf nationaler Ebene . . . . .	33
2.    Die Entwicklung auf europäischer Ebene bis zum übernahmerechtlichen Squeeze-out . . . . .	35
IV.  Rechtsvergleichender Blick in ausländische Rechts- ordnungen . . . . .	37
1.    Großbritannien . . . . .	38
2.    Österreich . . . . .	39
3.    Schlussfolgerung . . . . .	43
V.   Rechtspolitische Aspekte . . . . .	43
1.    Gründe für eine Squeeze-out-Möglichkeit . . . . .	44
a)  Einsparung des Formalaufwandes . . . . .	44
b)  Vermeidung von Anfechtungsklagen . . . . .	46
c)  Erleichterung der Unternehmensführung . . .	49
d)  Stärkung des Kapitalmarkts – Gegenstück zu Pflichtangebot . . . . .	50

e)	Wettbewerbsfähigkeit des Standortes Deutschland . . . . .	51
f)	verschollene Aktien . . . . .	52
g)	Würdigung . . . . .	52
2.	Rechtspolitische Kritik und Gegenvorschläge . . .	54
a)	Austrittsrecht der Restminderheit . . . . .	55
b)	Erforderlichkeit eines Hauptversammlungs- beschlusses . . . . .	56
aa)	Verwaltungsakt . . . . .	56
bb)	Gerichtlicher Beschluss . . . . .	57
cc)	Stellungnahme . . . . .	58
VI.	Alternative Ausschlusstechniken . . . . .	59
VII.	Ökonomische Betrachtungen . . . . .	62
<b>D.</b>	<b>Der aktienrechtliche Squeeze-out</b> . . . . .	<b>65</b>
I.	Typik der bisherigen Squeeze-outs . . . . .	65
1.	Gesamtzahl der Beschlüsse . . . . .	65
2.	Gesamtzahl der eingetragenen Beschlüsse und Dauer der Squeeze-out-Verfahren . . . . .	68
3.	Typik der Zielgesellschaften . . . . .	72
a)	Branche . . . . .	72
b)	Alter der Zielgesellschaften . . . . .	74
c)	Größe der Zielgesellschaften . . . . .	74
4.	Volumen des Squeeze-out . . . . .	76
a)	Anzahl der ausgeschlossenen Minderheitsak- tionäre . . . . .	76
b)	Gesamtabfindungshöhe . . . . .	77
c)	Einsparungsfähige wiederkehrende Kosten . .	80
d)	Einmalige Ausschlusskosten . . . . .	80
II.	Vorbereitung und Beschlussfassung . . . . .	81
1.	Rechtliche Vorfragen . . . . .	81
a)	Vereinbarkeit mit Verfassungsrecht . . . . .	81
b)	Vereinbarkeit mit der EMRK . . . . .	84
c)	Anwendungsbereich des Squeeze-out . . . . .	85
aa)	Allgemeines . . . . .	85
bb)	Squeeze-out im Stadium der Auflösung .	86
cc)	Rechtspolitische Bewertung . . . . .	89
(1)	Beschränkung auf Aktiengesell- schaften . . . . .	89

(2)	Beschränkung auf börsennotierte Aktiengesellschaften . . . . .	91
(a)	Rechtstatsachen . . . . .	91
(b)	Diskussion und Stellungnahme . . . . .	93
(3)	Vorangegangenes Übernahmeangebot . . . . .	97
(4)	Auswirkungen der Einführung der §§ 327a ff. AktG auf Hinauskün- digungsklauseln . . . . .	101
d)	Ausschluss von Aktionären mit besonderem Affektionsinteresse? . . . . .	101
2.	Voraussetzungen der Beschlussfassung . . . . .	102
a)	Hauptaktionär . . . . .	102
aa)	Persönliche Anforderungen . . . . .	103
bb)	Berechnung der Grundkapitalhöhe . . . . .	104
(1)	Eigene Aktien . . . . .	104
(2)	Berücksichtigung von schuld- rechtlichen Bezugsrechten? . . . . .	104
cc)	Beteiligungshöhe des Hauptaktionärs . . . . .	107
(1)	Zurechnungsfragen . . . . .	108
(a)	Quotale Zurechnung? . . . . .	108
(b)	Anforderungen an „Abhän- gigkeit“ i.S.d. § 16 Abs. 4 AktG . . . . .	108
(c)	Für Rechnung des Hauptakti- onärs gehaltene Aktien . . . . .	111
(d)	Halten zumindest einer Aktie? . . . . .	112
(2)	Höhe der Schwelle . . . . .	113
(3)	Abzug „anfechtungsbefangener“ Aktien? . . . . .	114
(4)	Maßgeblicher Zeitpunkt des Vor- liegens der 95%-Beteiligung . . . . .	115
(5)	Erreichen der Schwelle durch (be- dingtes) Übernahmeangebot . . . . .	117
(6)	Zweite Schwelle . . . . .	118
dd)	Erscheinungsformen des Hauptakti- onärs und Einflussnahme auf die Betei- ligungshöhe . . . . .	118
(1)	Erbengemeinschaft . . . . .	119
(2)	Schaffung eines Hauptaktionärs . . . . .	119

(a)	Materielle Beschlusskontrolle und Missbrauchskontrolle . . .	120
(b)	Special purpose vehicle . . . .	122
(c)	Wertpapierdarlehen . . . . .	124
(d)	Übertragung auf Treuhänder .	125
(e)	Stimmenpool . . . . .	126
(f)	Verkleinerung des relevanten Grundkapitals durch Aktien- rückkaufprogramm . . . . .	128
(g)	95% durch Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss . .	129
(h)	Rechtsfolge des Missbrauchs . .	130
ee)	Analyse der Beteiligungsentwicklungen in der Praxis . . . . .	132
(1)	95% bereits drei bis vier Jahre vor dem Squeeze-out? . . . . .	134
(2)	Entwicklung der Hauptaktionärs- beteiligung vor Einführung des Squeeze-out . . . . .	136
ff)	Hauptaktionär in Auflösung . . . . .	141
gg)	Publizitätspflicht bei Überschreiten der Schwelle? . . . . .	141
b)	Festsetzung der Barabfindung . . . . .	142
aa)	Auskunftserteilung des Vorstands . . . .	143
bb)	Abänderbarkeit der Abfindungshöhe . .	144
cc)	Maßgeblicher Zeitpunkt der Festsetzung	145
dd)	Zusätzliches freiwilliges Tauschangebot .	146
ee)	Berechnung der Abfindungshöhe . . . .	147
(1)	Unternehmensbewertung . . . . .	148
(a)	Grundlagen . . . . .	148
(aa)	„wahrer Wert“ des Un- ternehmens . . . . .	148
(bb)	Wert des Unterneh- mens oder des Anteils als Ausgangspunkt? . . .	150
(cc)	Beteiligung der Min- derheit am Einsparpo- tential (Verbundvor- teile) . . . . .	151

(dd)	Erstattung der Transaktionskosten? . . . . .	153
(b)	Methode . . . . .	153
(aa)	Kapitalisierung der Ertragswerte . . . . .	155
(aaa)	Risikozuschlag . . . . .	155
(bbb)	Geldentwertungs- und Wachs- tumsabschlag . . . . .	157
(bb)	Liquidationswert . . . . .	157
(cc)	Berücksichtigung der Besteuerung der Anteilseigner . . . . .	159
(2)	Relevanz von Marktpreisen . . . . .	159
(a)	Börsenkurs . . . . .	159
(aa)	Stichtags- oder Durchschnittskurs? . . . . .	164
(bb)	Endzeitpunkt des Referenzzeitraums . . . . .	165
(cc)	Länge der Referenzperiode . . . . .	168
(dd)	Fehlende Aussagekraft des Börsenkurses in Ausnahmefällen . . . . .	169
(aaa)	Marktenge . . . . .	169
(bbb)	Manipulation . . . . .	171
(ccc)	andere Erwägungen . . . . .	171
(ee)	Zwischenergebnis . . . . .	172
(b)	Vom Hauptaktionär gezahlte Preise . . . . .	172
(aa)	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag . . . . .	172
(aaa)	Augleichszahlungen . . . . .	172
(bbb)	Barabfindung . . . . .	174
(bb)	Orientierung an einem Vorerwerb des Hauptaktionärs . . . . .	175

	(cc)	Orientierung an einem früheren Übernahmeangebot des Hauptaktionärs . . . . .	177
(3)		Minderung der Abfindung um nachfolgende Dividenden . . . . .	178
(4)		Empirie . . . . .	178
	(a)	Vergleich gutacherlich ermittelter Abfindung mit angebotener Abfindung . . . . .	179
	(b)	Börsenkurse . . . . .	180
	(aa)	Vergleich der Durchschnittskurse . . . . .	180
	(bb)	Vergleich Börsenkurs mit angebotener Abfindung . . . . .	183
	(cc)	Vergleich Börsenkurs mit Schlussabfindung . . . . .	187
	(dd)	Kapitalmarktreaktion auf Squeeze-out-Ankündigung . . . . .	190
	(ee)	Kursentwicklung nach Bekanntgabe der Abfindungshöhe . . . . .	191
	(c)	Frühere Abfindungs- und Kaufangebote des Mehrheitsaktionärs . . . . .	192
	(d)	Vergleich angebotene Abfindung mit Schlussabfindung . . . . .	193
(5)		Würdigung . . . . .	194
c)		Verlangen des Hauptaktionärs . . . . .	196
	aa)	Zulässigkeit eines Widerrufsvorbehaltes . . . . .	197
	bb)	Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung? . . . . .	197
	cc)	Nichtbeachtung des Verlangens . . . . .	198
	dd)	Ad-hoc-Publizität nach § 15 Abs. 1 WpHG? . . . . .	198
	(1)	Die betroffene Aktiengesellschaft . . . . .	198
	(2)	Der Hauptaktionär . . . . .	199
	ee)	Schranken des Squeeze-out-Rechts . . . . .	199

(1) Erforderlichkeit einer sachlichen Rechtfertigung? . . . . .	199
(2) Spezielles persönliches Interesse an Gesellschafterstellung . . . . .	201
(3) Squeeze-out-Umwandlung . . . . .	201
(4) Venire contra factum proprium und Verwirkung . . . . .	202
d) Gewährleistung . . . . .	203
aa) Anforderungen an Kreditinstitut . . . . .	204
bb) Art der Gewährleistung . . . . .	204
cc) Umfang der Gewährleistung . . . . .	206
(1) Nachträgliche Erhöhung der Bar- abfindung . . . . .	206
(2) Verzinsungsregel . . . . .	206
(3) Deckelung . . . . .	207
dd) Form . . . . .	207
e) Vorbereitung der Hauptversammlung . . . . .	208
aa) Einberufung der Hauptversammlung . . . . .	208
bb) Bericht des Hauptaktionärs . . . . .	210
cc) Begründung des Squeeze-out? . . . . .	211
dd) Prüfung der Angemessenheit der Bar- abfindung . . . . .	211
(1) Prüferbestellung . . . . .	212
(2) Parallelprüfung . . . . .	214
(3) Folgen eines mangelhaften Prü- fungsberichts . . . . .	217
(4) Ergebnis und rechtspolitische Kri- tik an Gutachterlösung . . . . .	217
ee) Auslagepflichten . . . . .	218
(1) Jahresabschlüsse . . . . .	218
(2) Konzernabschlüsse . . . . .	221
(3) Folge bei unterbliebener Auslegung . . . . .	223
(4) Original oder Abschrift? . . . . .	223
3. Hauptversammlung . . . . .	224
a) Erläuterungspflicht des Vorstands? . . . . .	224
b) Erläuterungspflicht des Hauptaktionärs? . . . . .	225
c) Kontrolle der Beteiligungshöhe . . . . .	225
d) Auskunftsrecht der Aktionäre . . . . .	225
e) Abfindungswertbezogene Informationsmängel . . . . .	226

f)	Beschlussfassung . . . . .	227
aa)	Erforderliche Stimmenmehrheit . . . . .	227
bb)	Stimmrecht auch für Vorzugsaktionäre? . . . . .	227
cc)	Relevanz eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages . . . . .	228
dd)	Stimmverbot . . . . .	228
ee)	Beurkundung des Beschlusses . . . . .	229
ff)	Besonderheiten bei der Durchführung eines Bestätigungsbeschlusses . . . . .	229
g)	Erhöhung der Barabfindung noch in Hauptversammlung? . . . . .	230
h)	Sonderprüfungsantrag . . . . .	230
i)	Strategien zur Vermeidung von Anfechtungsklagen/Spruchverfahren . . . . .	231
III.	Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister . . . . .	232
1.	Schicksal verschiedener Beteiligungsformen . . . . .	232
a)	Optionen und Bezugsrechte . . . . .	232
b)	Eigene Aktien der AG . . . . .	237
c)	Zugerechnete Aktien verbundener Unternehmen . . . . .	237
2.	Schicksal alter Ausgleichs- und Abfindungsansprüche . . . . .	237
3.	Kraftloserklärung der Aktienurkunden der Minderheitsaktionäre? . . . . .	239
4.	Gutgläubiger Erwerb von Inhaberaktien nach Squeeze-out? . . . . .	240
5.	Wegfall der Anfechtungsbefugnis in laufenden Verfahren? . . . . .	240
6.	Wegfall der Antragsberechtigung in laufendem Spruchverfahren? . . . . .	242
7.	Verzinsung der Abfindung . . . . .	242
8.	Bestandsschutz des eingetragenen Beschlusses? . . . . .	245
9.	Erlöschen der Börsenzulassung . . . . .	245
10.	Nachfolgende Umstrukturierungen? . . . . .	246
IV.	Anfechtungs- und Nichtigkeitsklage . . . . .	248
1.	Häufigkeit . . . . .	248
2.	Verfahrensdauer . . . . .	250
3.	Verfahrensbeendigung durch Vergleich . . . . .	251
4.	Freigabeverfahren . . . . .	252
V.	Spruchverfahren . . . . .	254

1.	Häufigkeit der Verfahren . . . . .	256
2.	Dauer der Verfahren . . . . .	258
3.	Arten der Verfahrensbeendigung . . . . .	260
<b>E.</b>	<b>Der übernahmerechtliche Squeeze-out . . . . .</b>	<b>261</b>
I.	Überblick . . . . .	261
II.	Vereinbarkeit mit höherrangigem Recht und praktisches Bedürfnis . . . . .	261
	1. Erforderlichkeit eines übernahmerechtlichen Squeeze-out . . . . .	261
	2. Verfassungsmäßigkeit . . . . .	262
	3. Verhältnis zum aktienrechtlichen Squeeze-out . . . . .	263
III.	Einzelheiten . . . . .	264
	1. Anwendungsbereich . . . . .	264
	2. Voraussetzungen . . . . .	265
	a) Erforderlicher Kapitalanteil . . . . .	265
	b) Vorangegangenes Übernahme- bzw. Pflichtangebot . . . . .	267
	c) Vorerwerbe und Paketkäufe außerhalb des Angebotsverfahrens . . . . .	268
	3. Abfindung . . . . .	268
	a) Geldleistung . . . . .	269
	b) Die Angemessenheitsvermutung . . . . .	270
	aa) Paketkäufe . . . . .	270
	bb) Irrevocable undertakings . . . . .	271
	cc) Widerleglichkeit . . . . .	271
	4. Gerichtlicher Beschluss statt Hauptversammlungsbeschluss . . . . .	274
	5. Glaubhaftmachung der erforderlichen Anteilshöhe ausreichend? . . . . .	275
	6. Rechtsschutz . . . . .	275
	7. (Rechts-)Folgen des Squeeze-out . . . . .	277
IV.	Sell-out . . . . .	277
<b>F.</b>	<b>Zusammenfassung und Thesen . . . . .</b>	<b>279</b>
I.	Rechtstatsachen . . . . .	279
II.	Vorschläge . . . . .	287

Anhang . . . . .	289
I. Bisher eingeleitete Squeeze-out-Verfahren . . . . .	289
II. Mögliche Squeeze-out-Kandidaten . . . . .	309
III. Übernahmeangebote . . . . .	311
IV. Größe der AG . . . . .	316
V. Transaktionsvolumen . . . . .	327
VI. Zeitraum zwischen Verlangen und Hauptversammlung	344
VII. Börsennotierte Papiere . . . . .	348
VIII. Börsliche Durchschnittskurse vor Hauptversamm- lung und Bekanntgabe . . . . .	359
IX. Vergleich Squeeze-out-Abfindung mit früheren An- geboten . . . . .	393
X. Angebotene Abfindung und Schlussabfindung . . . . .	398
XI. Eintragung und Bekanntmachung der Eintragung . . . . .	403
XII. Gerichtliche Verfahren im Anschluss an den Squeeze-out-Beschluss . . . . .	417
XIII. Vergleichene Anfechtungsverfahren . . . . .	434
Literaturverzeichnis . . . . .	439
Stichwortverzeichnis . . . . .	487