

Squeeze Out: Der Ausschluß von Minderheitsaktionären

Ein Überblick über die neuen „Squeeze Out“-Regelungen des deutschen Aktiengesetzes

von Dr. Anke Nestler/Dr. Rainer Traugott*

Seit dem 1. Januar 2002 gelten die §§ 327a bis 327f des Aktiengesetzes (AktG), die in Deutschland den Ausschluß von Minderheitsaktionären (sogenannter „Squeeze Out“) ermöglichen. Schon zahlreiche Unternehmen, die Mehrheitsgesellschafter im Sinne des neuen Aktienrechts sind, haben einen Squeeze Out bei ihren Tochtergesellschaften angekündigt. Hierzu zählen bekannte Adressen wie z.B. Preussag, Aventis, Allianz, ERGO Versicherungsgruppe und Phillips. Andere Konzerne wie beispielsweise mg technologies und auch Volkswagen äußern sich in der Öffentlichkeit bislang noch eher zurückhaltend über einen Squeeze Out in ihrem Beteiligungsportfolio. Aber was bedeutet Squeeze Out und unter welchen Umständen kann man ein Squeeze Out-Verfahren durchführen?

Was ist ein Squeeze Out?

Unter Squeeze Out ist die Übertragung von Aktien an einer Aktiengesellschaft oder einer Kommanditgesellschaft auf Aktien auf den sogenannten Hauptaktionär zu verstehen. Hauptaktionär ist dabei ein Aktionär, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von 95 % des Grundkapitals gehören oder zugerechnet werden. Gegenstand



Dr. Anke Nestler



Dr. Rainer Traugott

der Übertragung sind die Aktien der übrigen Aktionäre, der sogenannten Minderheitsaktionäre. Den Ausschluß der Minderheitsaktionäre kann der Hauptaktionär über einen Hauptversammlungsbeschluß verlangen. Im Gegenzug muß er den Minderheitsaktionären eine angemessene Barabfindung anbieten.

Mehrheitsaktionär kann sowohl eine inländische als auch ausländische Gesellschaft, aber auch eine natürliche Person sein. Zu den Aktien des Hauptaktionärs selbst sind solche Aktien hinzuzuzählen, die einem von ihm abhängigen Unternehmen, also insbesondere einem Tochterunternehmen, gehören oder von Dritten für Rechnung des Hauptaktionärs und eines von ihm abhängigen Unternehmens gehalten werden. Eine Börsennotierung der betroffenen Gesellschaft ist nicht erforderlich.

Die angemessene Barabfindung der Minderheitsaktionäre

Die Abfindung der Minderheitsaktionäre muß in bar geleistet werden. Die Höhe der Barabfindung wird vom Hauptaktionär festgelegt. Ein gerichtlich bestellter Wirtschaftsprüfer prüft die Angemessenheit der Abfindung. Ein Kreditinstitut muß schließlich die Gewährleistung für die Erfüllung des Abfindungsanspruches der Minderheitsaktionäre übernehmen. Für die Bemessung der Barabfindung hat der Vorstand der Zielgesellschaft dem Hauptaktionär alle notwendigen Unterlagen zur Verfügung zu stellen und Auskünfte zu erteilen.



* Dr. Anke Nestler ist Geschäftsführerin der O&R Corporate Finance Beratungsgesellschaft mbH, Frankfurt a.M.. Dr. Rainer Traugott ist Rechtsanwalt der Sozietät Linklaters Oppenhoff & Rädler am Standort München

Anerkannte Bewertungsverfahren

Die angemessene Abfindung wird in der Regel auf der Basis einer Unternehmensbewertung anhand der Ertragswert- oder Discounted Cash Flow-Methode ermittelt. Beide Verfahren sind vom Institut der Wirtschaftsprüfer gemäß IDW S1 als gleichberechtigte Bewertungsmethoden anerkannt. Durch beide Verfahren wird ein Zukunftserfolgswert des Unternehmens unter der Prämisse der Fortführung („going concern“) und unter möglichst realistischen Voraussetzungen für die zukünftige Entwicklung berechnet. Anhaltspunkt für die Angemessenheit der Barabfindung ist die vorhandene Rechtsprechung zu vergleichbaren Vorgängen wie Verschmel-

zungen, Eingliederungen oder Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen. Aus den ermittelten Unternehmenswerten ergibt sich die Barabfindung je Aktie. Bei der Bemessung der Barabfindung ist nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts in der Regel der Börsenkurs als Untergrenze anzusehen. Dies gilt dann nicht, wenn (1) über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, (2) aufgrund einer Marktengpass der einzelne Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder (3) der Börsenkurs manipuliert worden ist. Beim Ausschluß von Minderheitsaktionären kommen insbesondere die Konstellationen (1)

und (2) in Betracht und sind daher besonders sorgfältig zu prüfen. In der Regel wird der Hauptaktionär jedoch eine Abfindung über dem Börsenkurs anbieten. Die Allianz als Mehrheitsgesellschafter hat beispielsweise den Minderheitsaktionären der Vereinten Versicherung AG eine Abfindung von 1.105,87 Euro je Aktie angeboten. Der Börsenkurs lag im Jahresvergleich bei rund 900 Euro. Handel hat in diesem Fall nur selten stattgefunden.

Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

Die angemessene Barabfindung ist von einem Sachverständigen – in der Regel ist dies ein Wirtschaftsprüfer – zu prüfen. Weder der Abschlußprüfer der Zielgesellschaft



