

# MEILICKE HOFFMANN & PARTNER RECHTSANWÄLTE

Download von der Meilicke Hoffmann & Partner Webseite. © MEILICKE HOFFMANN & PARTNER 1999 - Alle Rechte vorbehalten

## Squeeze-out ohne hinreichenden Eigentumsschutz

*Dr. Thomas Heidel, Rechtsanwalt/ Fachanwalt für Steuerrecht / Daniel Lochner, wiss. Mitarbeiter, Bonn*

### I. Einleitung

Mit dem geplanten Übernahmegesetz will die Bundesregierung in das deutsche Recht erstmals (Fn.1) die direkte Möglichkeit eines zwangsweisen Ausschlusses von Minderheitsaktionären einer AG gegen Barabfindung Squeeze-out) einführen. Die Pläne der inzwischen gescheiterten europäischen Übernahmerrichtlinie (Fn. 2) sahen den Squeeze-out zwar nicht vor (Fn.3). Einen Sonderweg begründet der Squeeze-out aber nicht. Er existiert bereits in zahlreichen europäischen Ländern (Fn.4). Er wurde sowohl seitens der Wirtschaftspraxis (Fn. 5) als auch der Literatur (Fn. 6) vielfach gefordert, da die nach geltendem Recht existierenden indirekten Gestaltungsformen (Fn. 7) zur Herausdrängung von Minderheitsaktionären als unzureichend empfunden wurden. Daher sind bereits die unter Federführung des Bundesministeriums für Finanzen entstandenen Entwürfe - der Diskussionsentwurf vom Juni 2000 (Fn. 8) und der im März 2001 veröffentlichte Referentenentwurf (Fn. 9) - auf rege Resonanz gestoßen (Fn. 10). Erst recht gilt dies für den im Juli 2001 verabschiedeten Regierungsentwurf<sup>11</sup>. In den bisherigen Besprechungen wurde dem Squeeze-out häufig mit dem Verweis auf die *Moto-Meter*-Entscheidung des BVerfG<sup>12</sup> ein verfassungsrechtlicher Persilschein ausgestellt<sup>13</sup>. Die geplante Regelung des Squeeze-out ist aber im Hinblick auf den Ausschluß jeder gerichtlichen Angemessenheitsüberprüfung im Falle der Annahme eines vorherigen öffentlichen Kaufangebots nach dem geplanten "Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz" (WÜG) durch 90% der Minderheitsaktionäre alles andere als unbedenklich.

### II. Squeeze-out nach dem Gesetzesentwurf

Nach § 327a Abs. 1 Satz 1 des AktG in der Fassung des Regierungsentwurfs (AktG-RegE) soll der Hauptaktionär, d.h. ein Aktionär mit einem Aktienanteil von mindestens 95 % des Grundkapitals, einen Hauptversammlungsbeschluss herbeiführen können, durch den ihm die Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) gegen Zahlung einer angemessenen Barabfindung übertragen werden. Die Höhe der Barabfindung soll gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG-RegE grundsätzlich der Hauptaktionär festlegen, die Angemessenheit der so festgelegten Barabfindung kann nach § 327f Abs. 1 und 2 AktG-RegE jeder ausgeschiedene Minderheitsaktionär im Wege des Spruchstellenverfahrens überprüfen lassen. Keine gerichtliche Überprüfbarkeit der Angemessenheit der Barabfindung besteht jedoch, wenn der Hauptaktionär seine Stellung auf Grund eines in den sechs Monaten vor dem Hauptversammlungsbeschluss abgegebenen Kaufangebots nach dem geplanten WÜG erlangt hat, das von mindestens 90 % der "Aktionäre, an die es gerichtet war" (§ 327b Abs. 1 Satz 3 AktG-RegE), angenommen worden ist. In diesem Fall ist allein der angebotene Preis für die Barabfindung maßgeblich<sup>14</sup>. Gerichtlich kann nur überprüft werden, ob die gesetzlichen Voraussetzungen des Squeeze-out vorliegen; die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung soll jedoch durch eine unwiderlegliche Vermutung des Gesetzgebers ausgeschlossen werden.<sup>15</sup>

Dieser geplante Ausschluss der gerichtlichen Kontrollmöglichkeit<sup>16</sup> fand erst mit dem Referentenentwurf seinen Einzug in das Gesetzgebungsverfahren. Im Diskussionsentwurf war hingegen noch eine generelle Überprüfbarkeit der Barabfindung im Spruchstellenverfahren vorgesehen<sup>17</sup>, wie dies auch von der Literatur zuvor gefordert worden war<sup>18</sup>. Der Referentenentwurf sah noch einen völligen Ausschluß des Rechtsschutzes gegen den Squeeze-out bei 90 %iger Annahme eines Angebotes vor. Der Regierungsentwurf hat hieran wegen verfassungsrechtlicher Bedenken nicht festgehalten. Die gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung bleibt jedoch ausgeschlossen. Das Abschneiden der Überprüfbarkeit begründet den Gesetzesentwurf mit der Annahme, dass bei einer 90%igen Zustimmungquote zu einem zeitnah erfolgten Angebot von einem marktgerechten Preis auszugehen sei, der den Interessen der Minderheitsaktionäre "angemessen Rechnung trägt"<sup>19</sup>.

Der völlige Ausschluss der gerichtlichen Überprüfbarkeit der Angemessenheit der Barabfindung stellt ein Novum im Aktienrecht dar, das tief in das durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützte Anteilseigentum<sup>20</sup> der Minderheitsaktionäre und die Tradition des deutschen Gesellschaftsrechts einschneidet. Alle bisherigen

# MEILICKE HOFFMANN & PARTNER RECHTSANWÄLTE

Download von der Meilicke Hoffmann & Partner Webseite. © MEILICKE HOFFMANN & PARTNER 1999 - Alle Rechte vorbehalten

Regelungen, mit denen ein Ausscheiden von Minderheitsaktionären erreicht werden kann, ermöglichen eine gerichtliche Überprüfung. Die hohe Erfolgsquote<sup>21</sup> der Anträge in Spruchstellenverfahren dokumentiert, dass regelmäßig die angebotenen Abfindungen zu niedrig und somit keine verfassungsmäßig gebotene angemessene Entschädigung sind. So steht den Minderheitsaktionären bei Formwechsel (§§ 190 ff. UmwG), Verschmelzung (§§ 2 ff. UmwG) und Eingliederung (§§ 319 ff. AktG) die Option eines Spruchstellenverfahrens offen<sup>22</sup>. Bei der sogenannten übertragenen Auflösung nach §§ 179a, 262 AktG findet sich zwar kein ausdrücklicher gesetzlicher Anspruch auf gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit des erzielten Erlöses als Entschädigung für den Anteilsverlust. Das BVerfG hat in der *Moto-Meter*-Entscheidung die Regelungen jedoch verfassungskonform ausgelegt und festgestellt, dass ein Interessengegensatz zwischen Großaktionär und den anderen Aktionären über den für das Unternehmen zu erzielenden angemessenen Preis bestehen kann und dass die zum Ausscheiden gezwungenen Aktionäre in verfassungswidriger Weise beeinträchtigt werden, wenn der Großaktionär diesen Interessengegensatz "ohne jede gerichtliche Kontrolle nach seinem Belieben auflösen könnte"; demgemäß leitet das BVerfG aus dem Prinzip der verfassungsrechtlich gebotenen gerichtlichen Kontrolle die Forderung ab, dass die Angemessenheit des Kaufpreises und damit der Wert der einzelnen Aktie im Spruchstellenverfahren oder im Wege der Anfechtungsklage gegen den Hauptversammlungsbeschluss überprüfbar sein muß<sup>23</sup>.

### III. Verfassungswidrigkeit des Ausschlusses

#### 1. Verstoß gegen Eigentumsgarantie

Der geplante Ausschluss der Überprüfbarkeit und die alleinige Maßgeblichkeit des Preises im Kaufangebot sind nicht mit der Gewährleistung des Eigentums in Art. 14 Abs. 1 GG<sup>24</sup> vereinbar und nicht durch die *Moto-Meter*-Entscheidung des BVerfG gebilligt. Das BVerfG hat das Squeeze-out nicht generell und blind für die konkrete Ausgestaltung gebilligt. Stattdessen hat es in der *Moto-Meter*-Entscheidung in Fortsetzung seiner seit dem *Feldmühle-Urteil* ständigen Rechtsprechung die Mindestanforderungen an eine verfassungsgemäße Squeeze-out Regelung definiert:

"Das Grundrecht aus Art. 14 Abs. 1 GG erfordert, dass Minderheitsaktionäre, die gegen ihren Willen aus der Gesellschaft, an der sie beteiligt sind, gedrängt werden, wirtschaftlich `voll` entschädigt werden. Es muß Sicherungen dafür geben, dass ein zum Ausscheiden gezwungener Aktionär erhält, was seine gesellschaftliche Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist."<sup>25</sup>

Das BVerfG läßt in *Moto-Meter* auch nicht offen, welche "Sicherungen" das Grundgesetz als Gewähr für die volle wirtschaftliche Entschädigung des Minderheitsaktionärs verlangt: Der Mehrheitsaktionär darf nicht "ohne gerichtliche Kontrolle nach seinem Belieben" verfahren können und die Rechtsordnung müsse hinreichende gerichtliche Schutzvorkehrungen für die Minderheitsaktionäre bereithalten.<sup>26</sup>

#### 2. Volle wirtschaftliche Kompensation durch Angebot?

Somit stellt sich die Frage, ob die Regelung des § 327b Abs. 1 3 AktG-RegE ohne die Zulassung eines Spruchstellenverfahrens oder eines vergleichbaren gerichtlichen Rechtsschutzes die vom BVerfG geforderte verfahrensrechtliche Sicherung der vollen wirtschaftlichen Kompensation erfüllt. Der Gesetzesentwurf bejaht diese Frage, da mit mindestens 90 % die überwiegende Mehrheit der Minderheitsaktionäre die angebotene Geldleistung durch ihre Annahme gebilligt hätten. Auf Grund dieser Billigung auf breiter Basis bestehe eine unwiderlegbare Vermutung, dass das öffentliche Kaufangebot dem Marktpreis entsprochen habe und damit dem grundrechtlich geschützten Interesse der Minderheitsaktionäre angemessen Rechnung trage, so dass es der Möglichkeit einer nachträglichen Überprüfung durch ein Spruchverfahren nicht bedürfe.<sup>27</sup>

Diese Anschauung des Regierungsentwurfs geht offenbar davon aus, dass der Verkehrswert der Aktien – der "marktgerechte Preis" – in jedem Falle dem Betrag der vom Grundgesetz geforderten vollen wirtschaftlichen Kompensation entspricht. Mit dieser Annahme verkennt der Gesetzgeber aber zumal die Reichweite der *DAT/Altana*-Entscheidung des BVerfG, die er selbst zitiert: Danach bedeutet der Verkehrswert nur die Untergrenze der Abfindung; die Minderheitsaktionäre haben eine Zahlung für den inneren Wert der Aktien zu erhalten, wenn dieser über deren Verkehrswert liegt.<sup>28</sup> Seit der *Feldmühle*-Entscheidung stellt das BVerfG in

# MEILICKE HOFFMANN & PARTNER RECHTSANWÄLTE

Download von der Meilicke Hoffmann & Partner Webseite. © MEILICKE HOFFMANN & PARTNER 1999 - Alle Rechte vorbehalten

ständiger Rechtsprechung darauf ab, dass der zum Ausscheiden gezwungene Aktionär erhalten muß, "was seine gesellschaftliche Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist"<sup>29</sup>. Demgemäß gehen die vom BVerfG zustimmend zitierte Judikatur und Literatur davon aus, dass die Entschädigung nur dann als "volle" bezeichnet werden kann, wenn sie "den 'wirklichen' oder 'wahren' Wert der Unternehmensbeteiligung unter Einsschluß der stillen Reserven und des inneren Geschäftswerts widerspiegelt", was regelmäßig durch eine Begutachtung auf der Grundlage der Ertragswertmethode festgestellt wird<sup>30</sup>. Der BGH hat in seiner *DAT/Altana*-Entscheidung vom 12. März 2001 die Rechtsprechung des BVerfG konkretisiert; die außenstehenden Aktionäre müssen erhalten, was immer höher ist: entweder den an der Börse gebildeten Verkehrswert der Aktie oder den quotale auf die Aktie bezogenen Unternehmenswert.<sup>31</sup>

BVerfG und BGH haben den Verkehrswert der Aktie also gerade nicht als den allein ausschlaggebenden Betrag der angemessenen Entschädigung festgelegt, sondern lediglich als deren Untergrenze. Überträgt man die Rechtsprechung des BVerfG und des BGH zum Verkehrswert als Untergrenze der Abfindung auf den Squeeze-out, so kann das Kaufangebot des späteren Hauptaktionärs seinerseits lediglich die Untergrenze der Abfindung der zum Ausscheiden gezwungenen Minderheitsaktionäre darstellen. Sie müssen aber den vollen inneren Wert ihrer Beteiligung vom Hauptaktionär erhalten, wenn dieser höher als der Angebotspreis ist. Die gerichtliche Überprüfung kann durch die Festlegung einer Untergrenze nicht ersetzt werden.

Die Bundesregierung kann für die Verfassungsgemäßheit ihres Entwurfs auch nicht anführen, dass die Annahme des Angebots durch mindestens 90 % der Adressaten einer unwiderleglichen Vermutung für die Angemessenheit der von Verfassungen wegen gebotenen vollen wirtschaftlichen Kompensation gleichkomme. Verfassungsrechtlicher Eigentumsschutz steht nicht zur Disposition der Mehrheit - und sei sie noch so groß. Vielmehr gilt im Verfassungsrecht allgemein der Grundsatz, dass die Zulässigkeit von unwiderleglichen Vermutungen im Lichte der Bedeutung des geschützten Grundrechts geprüft werden muß.<sup>32</sup> Dem einzelnen Grundrechtsträger kann nicht entgegengehalten werden, wie sich andere Grundrechtsträger verhalten haben. Eigentumsschutz ist Individualrechtsschutz. Er ist nicht davon abhängig, ob andere Aktionäre eine Maßnahme für angemessen halten oder nicht.

Der Gesetzesentwurf kann auch nicht davon ausgehen, dass es sich bei dem Kaufpreis in einem öffentlichen Angebot um einen fairen Wert der Aktien handelt. Offenbar hat sich der Entwurf leiten lassen durch die Übernahmeschlacht um *Mannesmann*: Deren Vorstand hatte die Parole ausgegeben, dass der Wert der *Mannesmann*-Aktien bei 350 € liege, als *Vodafone* noch 258 € bot; daraufhin stieg der Börsenkurs steil auf den von *Mannesmann* genannten Kurs, und *Vodafone* musste ein entsprechendes Übernahmeangebot abgeben, um seine Übernahmeziele zu erreichen<sup>33</sup>. In einem solchen Fall eines feindlichen Übernahmeangebots eines fremden Dritten mag es durchaus einmal sein, daß der angebotene Kaufpreis des späteren Hauptaktionärs dem angemessenen inneren Wert der Aktien entspricht - wenngleich die staatsanwaltschaftlichen Ermittlungen gegen *Mannesmann*-Vorstände wegen des Vorwurfs der Bestechlichkeit durch Annahme von Prämien von mehr als 60 Mio. DM Zweifel wecken, ob die Angaben des *Mannesmann*-Vorstandes *Escher* tatsächlich zutreffen, er habe für seine Aktionäre "alles nur Mögliche herausgeholt"<sup>34</sup>, und ob der innere Aktienwert nicht noch höher war als von *Mannesmann* angegeben. Es gibt jedenfalls kein empirisches Material dafür, dass Übernahmeangebote fremder Dritter immer einen fairen Preis darstellen. Im Gegenteil: Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz hat bereits zutreffend darauf hingewiesen, dass öffentliche Kaufangebote häufig in der Situation einer nachhaltigen Unterbewertung der Zielgesellschaft abgegeben werden; "bei dieser Ausgangslage fällt es dem Bieter und späteren Hauptaktionär leicht, ein Angebot mit einem optisch attraktiven Zuschlag zu unterbreiten. Der innere Wert der Anteile liegt dann häufig noch deutlich darüber."<sup>35</sup> Darüber hinaus muß eine verfassungsmäßige Squeeze-out-Regelung nicht nur dem Eigentumsschutz nach feindlichen Übernahmeangeboten Dritter gerecht werden. Sie hat auch für die zahlreichen Fälle zu gelten, in denen der spätere Hauptaktionär zum Zeitpunkt eines öffentlichen Kaufangebots bereits maßgeblich an der Zielgesellschaft beteiligt war und es so in der Hand hatte, die PR-Arbeit seiner Zielgesellschaft und die Äußerungen von deren Vorstand zum maßgebenden inneren Unternehmenswert zu steuern. Diesen inneren Wert schützt die Eigentumsgarantie, und den Minderheitsaktionären müssen folglich gerichtliche Rechtsbehelfe zustehen, ihr Eigentumsrecht gegen den Hauptaktionär durchzusetzen, wenn sie zwangsweise ausscheiden sollen.

# MEILICKE HOFFMANN & PARTNER RECHTSANWÄLTE

Download von der Meilicke Hoffmann & Partner Webseite. © MEILICKE HOFFMANN & PARTNER 1999 - Alle Rechte vorbehalten

Der Bundesregierung schwebt bei ihrem Entwurf nach dessen Begründung vor, dass es sich bei den Minderheitsaktionären um Kleinstbeteiligungen handelt<sup>36</sup>. Dabei übersieht sie aber, dass ihr Plan auch die wirtschaftlich oftmals sehr bedeutsamen Minderheitsbeteiligungen an den großen börsennotierten Aktiengesellschaften trifft, bei denen eine Beteiligung von einem Prozent des Grundkapitals leicht Werte von einigen hundert Millionen Mark ausmacht. Eine Beteiligung von z.B. 2 % an der *Dresdner Bank* hat einen Börsenwert in der Größenordnung von 700 Millionen Mark, und es ist nicht ersichtlich, weshalb ein zum Ausscheiden gezwungener derartiger Minderheits-Großaktionär mit einer so gewichtigen Beteiligung nach einem mehrheitlich angenommenen öffentlichen Kaufangebot nicht in der Lage sein sollte, auf einer dem inneren Wert entsprechenden Abfindung seiner Aktien zu pochen. Hinzu kommt, dass zumal wirtschaftlich bedeutende und gezielt investierende (Groß-)Aktionäre nach dem Prinzip des "Billig einkaufens" gerade in Unternehmen investieren, die an der Börse unterbewertet sind.<sup>37</sup> Eine verfassungsrechtliche Legitimation dafür, warum solche Aktionäre nach öffentlichen Kaufangeboten nur mit dem niedrigen Verkehrswert abgefunden werden sollen, nicht aber den Gegenwert für den inneren Wert ihres Aktieneigentums unter vollständiger Berücksichtigung von stillen Reserven und Ertragsaussichten erhalten sollen, wie es das BVerfG seit seiner *Feldmühle*-Entscheidung fordert, gibt der Gesetzentwurf nicht, und sie erscheint auch nicht vertretbar.

Schließlich ist das Abstellen auf die Annahme eines öffentlichen Kaufangebots durch den Gesetzentwurf auch in sich nicht schlüssig. Nach der Rechtsprechung des BVerfG und des BGH zum Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung haben die Minderheitsaktionäre einen Anspruch auf volle Entschädigung nicht unter dem Verkehrswert der Aktie zum Zeitpunkt der Konzernierungsmaßnahme; wie der Stichtag des Börsenkurses festzusetzen ist, überlässt das BVerfG den Zivilgerichten<sup>38</sup>. Der BGH sieht den Durchschnittskurs eines Drei-Monats-Zeitraums bis zum Tage der Hauptversammlung als maßgebend an.<sup>39</sup> Verkehrswertüberlegungen des Gesetzgebers, die auf den angebotenen Übernahmepreis sechs Monate vor der Strukturmaßnahme des Squeeze-out abstellen, berücksichtigen ersichtlich nicht diese Vorgaben. Sie sind auch sachlich nicht haltbar. Denn seit der Annahme des Angebots kann sich die Börsenlandschaft entscheidend verändert haben. Es ist kein Grund dafür ersichtlich, warum entgegen dem verfassungsrechtlichen und –gerichtlichen Gebot der Börsenkurs vor der Strukturmaßnahme als Untergrenze der Abfindung bei einem Squeeze-out per se keine Bedeutung haben soll.<sup>40</sup> In Fällen, in denen etwa mangels einer ausreichenden Liquidität des Titels am Markt dem Börsenkurs die Aussagekraft für die Beurteilung des Verkehrswerts fehlt, mag dem Hauptaktionär ähnlich wie in den vom BVerfG angesprochenen Fällen der Marktengte bei Eingliederung oder Unternehmensverträgen "die Möglichkeit eingeräumt werden, im Spruchstellenverfahren darzulegen und ggf. zu beweisen, dass der Börsenkurs nicht dem Verkehrswert entspricht"<sup>41</sup>.

### 3. Anteil am außenstehenden Kapital irrelevant?

§ 327b Abs. 1 Satz 3 AktG-RegE berücksichtigt im Übrigen zu Unrecht nicht, wieviele Aktien der Hauptaktionär aufgrund seiner Offerte erworben hat. Es soll nach dem Gesetzeswortlaut nämlich nur darauf ankommen, dass das Angebot von mindestens 90 % "der Aktionäre, an die es gerichtet war", angenommen wurde. Auch der Entwurf der Begründung stellt darauf ab, dass das Angebot von 90 % seiner "Adressaten" angenommen worden sein muss.<sup>42</sup> Es soll also nach Köpfen auf 90 % der außenstehenden Aktionäre ankommen, deren Anteil am außenstehenden Kapital soll irrelevant sein<sup>43</sup>. Das Gesetz lässt es also zu, dass die Annahme des Angebots durch z.B. 90 % der außenstehenden Aktionäre, die aber z.B. nur 5 % des außenstehenden Grundkapitals halten, den Anspruch auf gerichtliche Überprüfung der Abfindung ausschließen kann, obgleich die übrigen 10 % der außenstehenden Aktionäre, die aber 95 % des außenstehenden Grundkapitals halten, das Angebot des Hauptaktionärs für nicht akzeptabel gehalten haben. Auch die verfehlten isolierten Verkehrswertüberlegungen der Bundesregierung können nicht legitimieren, dass die Aktionäre, die einen erheblich höheren Anteil am Grundkapital halten, durch eine nach Köpfen stärkere, kapitalmäßig aber minder beteiligte Zahl von außenstehenden Aktionären fremdbestimmt und daran gehindert werden, die ihnen zustehende volle wirtschaftliche Entschädigung gerichtlich durchzusetzen.<sup>44</sup>

Schließlich haben sich die Verfasser des Gesetzentwurfs offenbar auch keine Gedanken darüber gemacht, dass die Annahme eines Kaufangebots durch 90 % der außenstehenden Aktionäre unterschiedlich aussagekräftig ist je nach dem, wie hoch der Anteil des Hauptaktionärs vor Abgabe seines Angebots war:

# MEILICKE HOFFMANN & PARTNER RECHTSANWÄLTE

Download von der Meilicke Hoffmann & Partner Webseite. © MEILICKE HOFFMANN & PARTNER 1999 - Alle Rechte vorbehalten

Hielt der Hauptaktionär z.B. 94 %, so ist die Annahme des Angebots durch 90 % des außenstehenden Kapitals sehr viel weniger aussagekräftig als in einem Fall, in dem ein Hauptaktionär 40 % hielt; von einem Verkehrswert oder angemessenen marktgerechten Preis<sup>45</sup> kann man bei der Annahme eines Angebots durch eine derart kleine Zahl von Aktionären nicht mehr sprechen.

## IV. Zusammenfassung

Das alleinige Abstellen auf ein vorheriges Kaufangebot und der damit verbundene Ausschluss des Rechtsschutzes im Falle des § 327b Abs. 1 Satz 3 AktG-RegE bedeutet eine nicht akzeptable Lücke im verfassungsrechtlich gebotenen Eigentumsschutz gegen das zwangsweise Ausscheiden aus der AG. Die vorgesehenen Squeeze-out Regelungen werden den vom BVerfG definierten Anforderungen an den Schutz des in Art. 14 Abs. 1 GG verfassungsrechtlich geschützten Aktieneigentums nicht gerecht. Das kann nur die ausnahmslose Eröffnung des Spruchstellenverfahrens bei uneingeschränkter Garantie der tatsächlichen vollen Entschädigung für den wirtschaftlichen Werts der Aktien – nicht bloß des Verkehrswerts - durch die Abfindung.<sup>46</sup> Ein Squeeze-out ohne vollständigen Rechtsschutz ist ein Fremdkörper im Übernahmegesetz, das der Modernisierung des Standortes Deutschland dienen soll, um Rahmenbedingungen für Investitionen zu verbessern. Gerade auch Anleger, die in Aktien investieren, erwarten gesicherte Rechtspositionen. Sie benötigen vollständigen Rechtsschutz des Wertes ihrer Beteiligungen gerade auch dann, wenn sie in ihrem Unternehmen zur Minderheit werden und ihr Eigentum auf den Hauptaktionär übertragen müssen.

## Fußnoten:

1... Bis 1994 bot das deutsche Gesellschaftsrecht in dem Ausnahmefall der Mehrheitsumwandlung nach §§ 9 ff. UmwG a.F. die Möglichkeit des Herausdrängens von

Minderheitsaktionären gegen Barabfindung; vgl. amtliche Begründung des Regierungsentwurfs, BT-Drucks. 12/6699 = BR Drucks. 75/94, Einleitung zum neunten Abschnitt des

Umwandlungsgesetzes. Die Diskussion über die Verfassungswidrigkeit der alten Regelungen fand ihren Abschluß durch die *Feldmühle*-Entscheidung des

Bundesverfassungsgerichts, BVerfGE 14 S. 263 ff. = DB 1962 S. 1073 ff. = NJW 1962 S. 1667 ff., die die Regelungen als verfassungsgemäß ansah. Heute ist generelle Kritik am

Squeeze-out nicht wahrnehmbar, vgl. aber *Altmeyen*, ZIP 2001 S. 1073, (1083), der auf den erheblich streitwürdigen Eingriff in die "Privatautonomie" der Minderheitsaktionäre

ohne Nachweis eines sachlichen Grundes hinweist; vgl. auch *Zschocke*, FAZ vom 18.05.2001 S. 53, der eine Obergrenze für den Wert der Beteiligung der Minderheitsaktionäre

verlangt. Für Beschränkung auf börsennotierte Gesellschaften *Drygala*, AG 2001 S. 291 (297 f.); ebenso *Habersack*, ZIP 2001 S. 1230 (1234 ff.), dieser zudem für Beschränkung

der Zulässigkeit auf Fälle eines zeitnah vorausgegangenen Übernahme- oder Pflichtangebots nach dem WÜG.

2... S. Handelsblatt v. 4.7.2001, S. 1 vgl. den Gem. Standpunkt betr. Übernahmeangebote vom 19.06.2000, ABIEG Nr. C 23 vom 24.1.2001, S. 1 ff. = WM 2000 Sonderbeil. Nr. 2, S. 32

ff. *Neye*, ZIP 2001 S. 1120 ff.

3... Vgl. aber Vorschlag der EG-Kommission einer 9. (Konzern-) Richtlinie, abgedruckt ZGR 1985 S. 444 ff.; vgl. auch die Entschließung des Europäischen Parlaments zu dem

Gemeinsamen Standpunkt des Rats, Fn. 2, vom 13.12.2000: "Wenn der Bieter als Folge eines Übernahmeangebots in den Besitz von mehr als 95 % der Wertpapiere mit Stimmrecht

gelangt, so hat er binnen sechs Monaten ab der Schließung des Angebots das Recht, die übrigen Wertpapiere mit Stimmrecht zu dem im Übernahmeangebot festgelegten

Angebotspreis in bar zu übernehmen. Mindestens ist jedoch der Höchstpreis zu zahlen, der für Wertpapiere des betroffenen Unternehmens in den zurückliegenden drei Monaten

vor der Bekanntmachung des Angebots bezahlt worden ist." Änderungen abgelehnt von der Kommission in ihrer Stellungnahme vom 12.02.2001, mit dem Hinweis, dass sich

"anbieten würde, den Gedanken bei einer Reform des Gesellschaftsrechts wieder aufzugreifen".

4... Zu den unterschiedlichen ausländischen Regelungen Forum Europaeum Konzernrecht, ZGR 1998, S. 672 (732 ff.); *Habersack*, ZIP 2001 S. 1230 (1233); *Rühland*, NZG 2001 S.

448 ff. zum englischen Recht.

5... Vgl. die Forderung nach einem Squeeze-out der Expertenkommission Unternehmensübernahmen, WM 2000 Sonderbeil. Nr. 2 S. 37 f.

6... Vgl. *Kallmeyer*, AG 1999 S. 59; *Kossmann*, NZG 1999 S. 1198 (1201); *Schiessl*, AG 1999 S. 442 (451); Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des DAV., NZG 1999 S. 850;

*Land/Hasselbach*, DB 2000 S. 557 (561); *Baums*, Gutachten F für den 63. DJT 2000 S. 116 f. m.w.N.

7... Überblick bei *Halm*, NZG 2000 S. 1162 ff.

8... Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Regelung von Unternehmensübernahmen vom 29.06.2000 (DissE), teilweise abgedruckt in NZG 2000 S. 844 ff.

9... Referentenentwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen vom 12.03.2001 (RefE),

abrufbar unter [www.rws.de](http://www.rws.de).

# MEILICKE HOFFMANN & PARTNER RECHTSANWÄLTE

Download von der Meilicke Hoffmann & Partner Webseite. © MEILICKE HOFFMANN & PARTNER 1999 - Alle Rechte vorbehalten

- 10...Vgl. aus der Literatur *Pötzsch/Möller*, WM 2000 Sonderbeil. Nr. 2 S. 3 ff.; *Vetter*, ZIP 2000 S. 1818 ff.; ders., AG 1999 S. 569 ff.; *Halm*, NZG 2000 S. 1162 ff.; *Fleischer*, DNotZ 2000 S. 876 ff.; *Neye*, EWIR 2000 S. 913 (914); *Rühland*, 2001 S. 448 ff.; *Thaeter/Barth*, NZG 262 2001, S. 543 ff.; *Altmeyden*, ZIP 2001, S. 1073 ff.; *Ehrliche/Roth*, DStR 2001 S. 1120 ff.
- 11... Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen (RegE), abrufbar unter [www.bundesfinanzministerium.de](http://www.bundesfinanzministerium.de), teilweise abgedruckt in ZIP 2000 S. 1262 ff.; vgl. hierzu *Land*, DB 2001 S. 1707 ff.; vgl. hierzu *Habersack*, ZIP 2001 S. 1230 ff.; *Mülbert*, ZIP 2001 S. 1221 ff.; *Möller/Pötzsch*, ZIP 2001 S. 1256 ff.
- 12... BVerfG ZIP 2000 S. 1670 ff. = DB 2000 S. 1905 ff. = WM 2000 S. 1948 ff. = NJW 2001 S. 279 ff.
- 13... Vgl. auch *Fleischer*, DNotZ 2000 S. 876, 879 ("verfassungsrechtliche Unbedenklichkeitsbescheinigung"); *Neye*, EWIR 2000 S. 913, 914 ("verfassungsrechtlich gebilligt"); *vorsichtiger Vetter*, DB 2001 S. 743, (746 f.).
- 14... Missverständnis *Rühland*, NZG 2001 S. 448 (450), der insofern von Alternativen spricht.
- 15... Begründung zu § 327b Abs. 1 Satz 3 AktG-RegE., a.a.O. (Fn. 11), S. 183.
- 16... Vgl. ähnlich schon *Kossmann*, NZG 1999 S. 1198, 1203, im Anschluß an den Bericht der Börsensachverständigenkommission.
- 17... Vgl. § 327f. AktG-DissE., a.a.O. (Fn. 8). Der Handelsrechtsausschuss des DAV berührt sich der Urheberschaft für die Einschränkung der gerichtlichen Prüfung, läßt deren verfassungsrechtliche Zulässigkeit jetzt aber offen, vgl. Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des DAV, NZG 2001 S. 420 (432).
- 18... *Land/Hasselbach*, DB 2000 S. 57 (562); *Bauer*, NZG 2000 S. 1214 (1215); *Lutter/Bezenberger*, AG 2000 S. 433 (434 f.); *Schiessl*, AG 1999 S. 442, (451 f.)
- 19... Begründung zu § 327b AktG-RegE, a.a.O. (Fn.11), S. 183.
- 20... Ständ. Rspr., vgl. BVerfGE 14 S. 261 (276 f.) = DB 1962 S. 1073 (1074) = NJW 1962 S. 1667; BVerfGE 100 S. 289 (301) = DB 1999 S. 1693 (1694) = WM 1999 S. 1666 (1667) = NJW 1999 S. 3769 (3770) =, BB 1999 S. 1778; BVerfG ZIP 2000 S. 1670 (1671) = WM 2000 S. 1948 = NJW 2001 S. 279.. 2011.
- 21... Vgl. *Krieger*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4, § 70 Rdn. 111.; *Dörtler/Gahler/Unterstraßer/Wirichs*, BB 1994 S. 156 (159 f.).
- 22... Vgl. § 320b Abs. 2 und 3 AktG i.V.m. § 306 AktG; §§ 212, 305 ff.UmwG; § 34 UmwG, vgl. auch zu § 9 ff. UmwG a.F., § 13 i.V.m. §§ 30 ff. UmwG a.F., die den zum Ausscheiden gezwungenen Aktionären das Spruchstellenverfahren garantieren.
- 23... BVerfG DB 2000 S. 1905 (1907) = ZIP 2000 S. 1670 (1673) = BB 2000 S. 2011 = WM 2000 S. 1948 = NJW 2001 S. 279 (281).
- 24... Ob Art. 19 Abs. 4 und Art. 20 Abs. 3 GG ggf. einen noch weiterreichenden Schutz der Minderheitsaktionäre garantieren, soll hier nicht geprüft werden.
- 25... BVerfG DB 2000 S. 1905 (1906) = ZIP 2000 S. 1670, S. 1672 = WM 2000 S. 1948 = NJW 2001 S. 279 (280); so auch schon BVerfGE 14 S. 261 (283) = DB 1962 S. 1073 (1075 f.) = NJW 1962 S. 1667 (1669); BVerfGE 100 S. 289 (303) = DB 1999 S. 1693 (1694) = WM 1999 S. 1666 (1668) = NJW 1999 S. 3769 (3770).
- 26... BVerfG DB 2000 S. 1905 (1906, 1907) = ZIP 2000 S. 1670 (1672, 1673) = NJW 2001 S. 279, S. 281 = WM 2000 S. 1948.
- 27... Begründung zu § 327b AktG-RegE, a.a.O. (Fn. 11), S. 183.
- 28... BVerfGE 100 S. 289, S. 306 = DB 1999 S. 1693 (1695) .
- 29... BVerfGE 14 S. 263, S. 284 = DB 1962 S. 1073 (1075 f.) .
- 30... BVerfGE 100 S. 289 (306 f.) = DB 1999 S. 1693 (1695).
- 31... BGH DB 2001 S. 969 (971) mit Anm. *Meilicke/Heidel* = ZIP 2001 S. 734 = WM 2001 S. 856 (860).
- 32... Vgl. BVerfGE 30 S. 336 (353 f.) = NJW 1971 S. 1555 (1558); BVerfGE 42, 176 (185) DB 1976 S. 1678 (1679 f.) = NJW 1976 S. 2117 (2118).; BVerfGE 55 S. 134 (143 f.) = NJW 1981 S. 108 (109); auch *Rühland*, NZG 2001 S. 448 (454) ist im Ergebnis der Auffassung, dass eine unwiderlegliche Vermutung der Angemessenheit nicht in Betracht kommt.
- 33... Vgl. FAZ vom 15.1.2000 S. 18 und vom 5.2.2000 S. 13.
- 34... Vgl. auch zu den Ermittlungen, FAZ vom 12.06.2001 S. 23 und vom 13.03.2001 S. 32.
- 35... Vorläufige Stellungnahme der DSW vom 27.3.2001 S. 10 (unveröffentlicht). Typisch hierfür sind Vorgehensweisen wie die der zumal durch die *Klöckner*-Übernahme bekannt gewordenen WMC-Gruppe: sie plant nach Angaben ihres Vorstandes *Flach* in den nächsten Monaten erneut eine "sehr bedeutende" Übernahme, und ihre Investitionen richten sich nach Worten ihres Hauptaktionärs *Ehlerding* regelmäßig an "gute deutsche Unternehmen, die derzeit (an der Börse) krass unterbewertet sind", vgl. Welt am Sonntag vom 21.1.2000; Börsen-Zeitung vom 25.4.2001.
- 36... Regierungsbegründung, a.a.O. (Fn. 11), S. 75.
- 37... Vgl. die Nachweise bezüglich WCM in der Fn. 36 und die Berichterstattung über die Investition von *Wyser Pratte* bei *Rheinmetall*, Handelsblatt vom 23./24.2.2001 S. 19 und 28.
- 38... BVerfGE 100 S. 289, 309 f. = DB 1999 S. 1693, 1696 = BB 1999 S. 1778 = WM 1999 S. 1666, 1670 = NJW 1999 S. 3769, 3772.
- 39... BGH DB 2001 S. 969, 973 m. Anm. *Meilicke/Heidel* = ZIP 2001 S. 734 = WM 2001 S. 856.
- 40... Vgl. aber *Schiessl*, AG 1999 S. 442, 451 f.; *Vetter*, ZIP 2000 S. 1818, 1822; *Kallmeyer*, AG 2000 S. 59, 60, die annehmen, dass vor einem Squeeze-out Markteng herrscht und daher der Börsenkurs der Aktien nicht aussagekräftig sei; die Auffassung übersieht aber u. a., dass der Hauptaktionär seine 95 % erst am Markt erwerben muss und jedenfalls bis zu diesem Zeitpunkt offenbar gerade keine Markteng besteht, sonst wäre der Erwerb nicht möglich.
- 41... BVerfGE 100 S. 289, 309 = WM 1999 S. 1666, 1670 f. = NJW 1999 S. 3769, 3772 = ZIP 1999 S. 1436, 1442 f. = DB 1999 S. 1693, 1696 = BB 1999 S. 1778; vgl. auch BayObLG AG 1999 S. 43, 45; BGH DB 2001 S. 969, 971. Demgegenüber wollen *Rühland*, NZG 2001, S. 448, 455 und *Ehrliche/Roth*, DStR 2001 S. 1120 (1123, 126 f.) den Minderheitsaktionären die Beweislast auferlegen und eine widerlegliche Vermutung gelten lassen, dass der angebotene Preis identisch mit der angemessenen Abfindung ist, womit sie ersichtlich nicht die Vorgabenzumal des BVerfG berücksichtigen.
- 42... Vgl. RegE, a.a.O. (Fn. 11), S. 183.

# MEILICKE HOFFMANN & PARTNER RECHTSANWÄLTE

Download von der Meilicke Hoffmann & Partner Webseite. © MEILICKE HOFFMANN & PARTNER 1999 - Alle Rechte vorbehalten

- 43... So ausdrücklich Begründung zu § 327 Abs. 1 AktG-RegE, a.a. O. (Fn 1), S. 183.; anders aber *Rühland*, NZG 2001 S. 448, 450, Rn. 32, der ohne Begründung und entgegen Gesetzeswortlaut und -begründung vertritt, "dass an Stelle von 'Aktionären' 'Aktien' gemeint (ist), ... damit die Regelung einen Sinn ergibt".
- 44... Kritisch auch die vorläufige Stellungnahme der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. vom 27.03.2001 S. 9 f. (unveröffentlicht).
- 45... Begründung zu § 327b Abs. 1 Satz 3 AktG-RegE, Fn. 11, S. 183; demgegenüber aber in Hinblick auf die Marktgerechtigkeit und Angemessenheit der Abfindung in dem Fall verfassungsrechtliche Bedenken bei *Habersack*, ZIP 2001 S. 1230 (1238).
- 46... So auch die vorläufige Stellungnahme des DSW vom 27.03.2001 S. 9 ff. (unveröffentlicht); vgl. auch *Kallmeyer*, AG 2000 S. 59, 60; starke Bedenken äußern ohne Begründung *Theater/Barth*, NZG 2001 S. 545, 550; widersprüchlich hingegen *Vetter*, DB 2001 S. 743, 746, der die Bestimmungen nach dem RefE für verfassungsmäßig hält und dies ausgerechnet mit der angeblich möglichen Überprüfbarkeit der Abfindung im Spruchstellenverfahren begründet; offenlassend Handelsrechtsausschuss des DAV, s.o. Fn. 17.