

Der Ausschluss von Minderheitsaktionären nach Einführung des verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out's

- Ein Überblick -

Dr. jur. Kay-Michael Schanz¹

SCHALAST & PARTNER Rechtsanwälte

Mendelssohnstraße 75 - 77
D - 60325 Frankfurt a. M.

Tel.: +49 69 9758 31 0
Mobil: +49 172 67 63 222
Fax: +49 69 9758 31 20
kay.schanz@schalast.com
www.schalast.com

¹ Der Verfasser ist Partner bei Schalast & Partner Rechtsanwälte in Frankfurt a.M.

Inhalt

1.	Aktienrechtlicher Squeeze Out	3
a)	Hauptaktionär und Zurechnung von Aktien	4
b)	Abfindung der Minderheitsaktionäre	5
c)	Vorbereitung und Beschluss der Hauptversammlung	6
d)	Eintragung im Handelsregister	7
e)	Rechtsschutz	8
2.	Übernahmerechtlicher Squeeze Out	9
a)	Voraussetzungen	9
i.	Börsennotiz und öffentliches Angebot	9
ii.	Beteiligungshöhe und Zurechnung von Aktien	10
b)	Abfindung der Minderheitsaktionäre	11
c)	Verfahren und Rechtsschutz	11
3.	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze Out	12
a)	Hauptaktionärserschaft und Absenkung der Beteiligungshöhe	12
b)	Verfahren	13
i.	Squeeze Out	13
ii.	Verschmelzung	14
c)	Squeeze Out-Hauptversammlung und Anmeldung	14
d)	Verschmelzung	14
4.	Fazit	16

Großaktionäre einer Gesellschaft haben häufig ein gesteigertes Interesse daran, das gesamte Kapital allein zu halten und die Anteile der Minderheitsgesellschafter zu erwerben, notfalls auch gegen deren Willen. Hierfür stehen in Abhängigkeit von der Ausgangssituation grundsätzlich mehrere Instrumente zur Verfügung. Im Mittelpunkt der Diskussion steht neben dem aktienrechtlichen und dem übernahmerechtlichen Squeeze Out-Verfahren nun auch das neu eingeführte verschmelzungsrechtliche Ausschlussverfahren, hinzu kommen die Eingliederung durch Mehrheitsbeschluss nach § 320 AktG² sowie – allerdings deutlich weniger geeignet – die übertragende Auflösung nach § 179a III AktG³.

1. Aktienrechtlicher Squeeze Out

Nach §§ 327a ff. AktG⁴ können auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien in Höhe von mindestens 95 Prozent des Grundkapitals gehören, Minderheitsaktionäre von der Hauptversammlung gegen Zahlung einer angemessenen Barabfindung dergestalt aus einer Gesellschaft ausgeschlossen werden, dass ihre Aktien auf den Hauptaktionär übertragen werden. D.h., die Minderheitsaktionäre scheiden allein durch Beschluss der Hauptversammlung auf Antrag des Hauptaktionärs aus der Gesellschaft aus, ohne dass es hierfür einer Regelung in der Satzung bedarf und ohne dass dieser Ausschluss durch wichtige Gründe gerechtfertigt sein muss. Dem Hauptaktionär soll auf diesem Wege eine effiziente Führung der Gesellschaft ermöglicht werden, wohingegen der Verlust der Aktionärsstellung für die Minderheitsgesellschafter als hinnehmbar angesehen wird, da sie über keine unternehmerische Beteiligung verfügen und eine angemessene Barabfindung erhalten.

Das Verfahren erfreut sich mittlerweile großer Beliebtheit⁵, hat aber aufgrund des massiven Eingriffs in die Rechtsposition der Minderheitsaktionäre bereits eine Vielzahl von Rechtsstreitigkeiten hervorgerufen, die wiederum zur Klärung der einzelnen Tatbestandsmerkmale und Rechtsfolgen beigetragen haben. So ist die zunächst umstrittene Verfassungsmäßigkeit der Regelung nun auch höchstrichterlich⁶ und von der wohl ganz h.M.⁷ anerkannt: Danach ist das Anliegen, eine kleine Zahl von Aktionären auszuschließen, vom Gesetzgeber vor dem Hintergrund des hiermit für den Hauptaktionär verbundenen Aufwands grundsätzlich als berechtigt anzuerkennen. Die vorrangige Berücksichtigung der Interessen des Hauptaktionärs ist verfassungsrechtlich nicht zu beanstanden, wenn es hinreichende Schutzrechte für die Vermögensrechte der Minderheitsaktionäre gibt.⁸

² Nach § 320 AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft deren Eingliederung in eine andere Aktiengesellschaft mit Sitz im Inland beschließen, wenn die künftige Hauptgesellschaft mindestens über 95 Prozent des Grundkapitals hält. Die Aktionäre der eingegliederten Gesellschaft erhalten nach § 320b AktG Aktien an der Hauptgesellschaft, scheiden damit also nicht ganz aus. Inwieweit dies dem Interesse der Hauptgesellschaft genügt, ist Frage des Einzelfalls.

³ In dieser Konstellation kauft der Mehrheitsaktionär das gesamte Unternehmen der Tochtergesellschaft im Wege des Asset Deals. Danach wird die Auflösung der Gesellschaft beschlossen (sogenannte Moto-Meter-Methode). Allerdings ist die Liquidation einer AG/KGaA schon wegen des in § 272 AktG geregelten Gläubigerschutzes ein umständlicher und langwieriger Vorgang, der nicht unbedingt in die Strategie des Mehrheitsaktionärs passt und u.U. zu einer erheblichen Wertvernichtung führt. Besondere Schwierigkeiten können auch aus der Einzelrechtsnachfolge resultieren, nicht zuletzt in Hinblick auf Verträge mit Dritten. Näher hierzu *Roth*, NZG 2003, 998 ff.; *Kallmeyer*, AG 2000, 59 ff. Vgl. auch v. *Morgen*, WM 2003, 1553 ff., nach dem in Anbetracht der in §§ 327a ff. AktG zutage getretenen gesetzgeberischen Wertung nun auch für eine übertragende Auflösung eine Mehrheit von 95 Prozent erforderlich sein soll.

⁴ Die Regelung wurde im Rahmen des Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen vom 20.12.2001 (BGBl. I, 3822 ff.) eingeführt.

⁵ In der Zeit vom 1. 1. 2002 bis zum 31.12.2010 hat es in Deutschland ca. 400 abgeschlossene Squeeze-out-Verfahren bei Aktiengesellschaften gegeben, darunter Gesellschaften wie Dresdner Bank AG, Vodafone AG (vormals Mannesmann AG), Volksfürsorge Holding AG, Salamander AG, BHF-BANK AG, Victoria Versicherung AG, Stinnes AG, Brainpool TV AG; Stollwerck AG. Allein in 2002, dem ersten Jahr der Neuregelung, wurden 130 Squeeze Out Verfahren eingeleitet, was das große Bedürfnis nach der damaligen Neuregelung belegt. *Austmann*, NZG 2011, 684.

⁶ BGH, Beschluss vom 25. Juli 2005, WM 2006, 286; BGH vom 18. September 2006 – II ZR 225/04, BB 2006, 2543; *Bungert*, BB 2006, 2761; vgl. auch die Nachweise bei *Schautes*, Kommentar: KG, Urteil vom 25. November 2004 – 2 U 44/03, BB 2004, 2776.

⁷ Näher hierzu *Grunewald* in MüKo-AktG, Vor § 327a Rdnr. 6 ff.; *Vetter*, AG 2002, 176, 177 f. jeweils m.w.N.

⁸ BVerfG, ZIP 2000, 1670, 1673 („MotoMeter“). *Krieger*, BB 2002, 53, 54.

Die Durchführung eines Squeeze Outs ist auch möglich, wenn die Gesellschaft zuvor mit dem Hauptaktionär einen Unternehmensvertrag abgeschlossen hatte und dazu noch ein Spruchverfahren anhängig ist.⁹ Wenn der Squeeze Out vor der auf das betreffende Geschäftsjahr folgenden ordentlichen Hauptversammlung der abhängigen Gesellschaft eingetragen wird, haben Minderheitsaktionäre weder ganz noch teilweise einen Anspruch auf Ausgleichszahlung aus einem Unternehmensvertrag, da der Anspruch auf Zahlung des jährlichen Ausgleichs als wiederkehrender Anspruch jedes Jahr zum vorgeannten Zeitpunkt neu entsteht, soweit im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nichts Abweichendes geregelt ist.¹⁰ Ein Squeeze Out ist auch noch zu einem Zeitpunkt zulässig, in dem sich die Gesellschaft in der Liquidation befindet.¹¹

a) Hauptaktionär und Zurechnung von Aktien

Grundvoraussetzung für die Durchführung eines Squeeze Out nach § 327a AktG ist, dass einem Hauptaktionär¹² 95 Prozent des Grundkapitals einer AG oder KGaA¹³ gehören bzw. zugerechnet werden. Dabei kommt es nicht darauf an, ob diese Aktien stimmberechtigt sind oder nicht. Ebenso irrelevant ist neben der Rechtsform des Hauptaktionärs auch die Frage, auf welche Weise dieser seine Beteiligung erworben hat. So ist in diesem Zusammenhang gleichgültig, ob die Beteiligung von einem Dritten oder beispielsweise über eine strukturverändernde Maßnahme wie eine Verschmelzung oder über eine Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage unter Ausschluss des Bezugsrechts Dritter erworben wurde.¹⁴ Auch ist das aktienrechtliche Ausschlussverfahren nicht auf notierte Gesellschaften beschränkt.¹⁵

Bemessungsgrundlage im Rahmen der Feststellung der Beteiligungsquote ist nach § 327a II i.V.m. § 16 II AktG das Grundkapital¹⁶ abzüglich eigener Aktien. So bestimmt sich die Beteiligungsquote bei Aktien mit Nennwert nach dem Verhältnis des Nennbetrages der dem Hauptaktionär gehörenden bzw. zuzurechnenden Aktien zum gesamten Nennkapital.¹⁷ Hält die Gesellschaft eigene Aktien, sind diese vom Nennkapital bzw. von der Gesamtzahl der Stückaktien abzusetzen¹⁸. Welcher Gattung die vom Hauptaktionär gehaltenen Aktien angehören, ist unerheblich.¹⁹

Bei der Frage, ob Optionsrechte bzw. Bezugsrechte und die hiervon betroffenen Aktien in die Bemessungsgrundlage einzubeziehen sind, ist dogmatisch danach zu differenzieren, ob es sich hierbei um Optionen gegen die Gesellschaft oder gegen Dritte handelt.²⁰ Richtiger primärer Anknüpfungspunkt muss nämlich die vom Optionsrecht betroffene Aktie sein. Im Falle einer Option gegen die Gesellschaft, ist dies entweder eine existierende, d.h. eigene oder eine erst noch zu schaffende Aktie. Da ei-

⁹ OLG Hamburg, Beschluss vom 11.8.2003 – 11 W 28/03, AG 2003, 696 ff.; OLG Hamburg, Urteil vom 8.8.2003 – 11 U 45/03 („Volksfürsorge Holding AG“).

¹⁰ BGH v. 19.4.2011 – II ZR 237/09, NZG 2011, 701 und II ZR 244/09, BeckRS 2011, 14359. Näher hierzu Bödeker/Fink, NZG 2011, 816 ff.

¹¹ Der dem Abfindungsanspruch zugrunde zu legende Unternehmenswert dürfte hier regelmäßig dem Liquidationswert entsprechen. BGH vom 18. September 2006 – II ZR 225/04, BB 2006, 2543; *Bungert*, BB 2006, 2761.

¹² Im Gegensatz zu Eingliederungen nach § 319 ff. AktG kann Hauptaktionär auch eine ausländische (Aktien-) Gesellschaft, ein Unternehmen anderer Rechtsform oder auch eine Einzelperson sein.

¹³ Nach § 327a I 2 AktG bedarf der Beschluss der Hauptversammlung hier nicht der sonst nach § 285 II 1 AktG regelmäßig erforderlichen Zustimmung der persönlich haftenden Gesellschafter.

¹⁴ Näher hierzu *Vetter*, AG 2002, 176, 177 f.

¹⁵ *Grunewald* in MüKo-AktG, Vor § 327a Rdnr. 5. Inwieweit eine analoge Anwendung der Squeeze Out-Regelung auf die GmbH in Frage kommt, ist nicht endgültig geklärt, im Ergebnis aber wohl abzulehnen. Befürwortend v. *Morgen*, WM 2003, 1553, 1560. Eine Umwandlung einer GmbH mit anschließendem Squeeze Out ist nach wohl h.M. rechtsmißbräuchlich, wenn ein zu enger zeitlicher Zusammenhang besteht und die Umwandlung allein aus diesem Zweck erfolgt. Näher hierzu *Grunewald*, a.a.O., § 327a Rdnr. 25; *Krieger*, BB 2002, 53, 61.

¹⁶ Ein bloßer Stimmrechtsanteil reicht nicht aus. *Krieger*, BB 2002, 53, 54.

¹⁷ Im Falle von Stückaktien wird die Beteiligungsquote nach der Zahl der von dem Hauptaktionär gehaltenen Aktien im Verhältnis zur Gesamtzahl der Stückaktien ermittelt.

¹⁸ Zur Behandlung der von der Gesellschaft gehaltenen eigenen Aktien vgl. *Riegger*, DB 2003, 541 ff.

¹⁹ Auch ist kein Sonderbeschluss der Aktionäre der verschiedenen Gattungen erforderlich. *Fuhrmann/Simon*, WM 2002, 1211, 1213.

²⁰ Vgl. hierzu *Markwardt*, BB 2004, 277, 278 m.w.N.

gene Aktien schon nach § 16 II AktG unberücksichtigt bleiben und ansonsten nur das eingetragene Grundkapital, nicht aber auch ein bedingtes oder ein genehmigtes Kapital²¹ anzusetzen ist, scheiden Optionen bzw. Bezugsrechte gegen die Gesellschaft schon aus diesem Grunde von vornherein von einer Berücksichtigung aus.²² Demgegenüber sind bei Optionen gegen Dritte die jeweiligen Aktien – da ja existent – zu berücksichtigen, es kann sich allenfalls die Frage stellen, wem sie aufgrund des Optionsvertrages zuzurechnen sind, d.h. welche Auswirkungen eine schuldrechtliche Forderung/Verpflichtung in diesem Zusammenhang hat, wobei die h.M. wie nachstehend dargestellt, eine Zurechnung von schuldrechtlichen Ansprüchen auf Übertragung von Aktien ablehnt.

Bei der Feststellung der 95 %-igen Beteiligungsquote knüpft § 327a AktG an der dinglichen Berechtigung an den Aktien an.²³ Dabei werden dem Hauptaktionär auch Aktien zugerechnet, die einem abhängigen Unternehmen i.S.v. §§ 16 IV, 17 I AktG gehören oder für seine Rechnung gehalten werden. Demnach ist – im Gegensatz zur Eingliederung durch Mehrheitsbeschluss nach § 320 AktG nicht erforderlich, dass der Hauptaktionär selbst Inhaber der erforderlichen Aktien ist²⁴, so dass auch Konzerne, in denen die Aktien von verschiedenen Gruppenunternehmen gehalten werden, einen Squeeze Out ohne vorherige Übertragung der Pakete durchführen können.²⁵ Dinglich berechtigt hinsichtlich der Aktien ist auch der derjenige, der diese treuhänderisch für Dritte hält²⁶ sowie derjenige, auf den sie im Rahmen einer Wertpapierleihe übereignet wurden.²⁷

Der Hauptaktionär kann bei Bedarf auch versuchen, über Kapitalerhöhungen die 95-Prozent-Schwelle zu erreichen. Ist dies nur mit einem Ausschluss des Bezugsrechts möglich, da ansonsten die aussenstehenden Aktionäre teilnehmen, muss dieser den allgemeinen Anforderungen genügen, da der Verweis auf die Vorteile des Ausschlusses der Minderheit für die Gesellschaft im Rahmen eines Squeeze Outs für die materielle Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses grundsätzlich nicht genügt.²⁸

b) Abfindung der Minderheitsaktionäre

Die Höhe der an die Minderheitsaktionäre²⁹ zu leistenden „angemessenen“ Barabfindung³⁰ ist zwar Bestandteil des Hauptversammlungsbeschlusses, wird aber nach § 327b I AktG vom Hauptaktionär festgelegt, der sie auch zu bezahlen hat. Sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung durch die Hauptversammlung, d.h. nicht der Stellung des Einberufungsverlangens an den Vorstand berücksichtigen. Die Festsetzung durch den Hauptaktionär ist ab dem Zeitpunkt der Bekanntmachung der Tagesordnung bindend. Eine Erhöhung z.B. wegen einer Verbesserung des Ergebnisses der Gesellschaft bzw. einer Erhöhung des Börsenkurses – ist bis zur Beschlussfassung problemlos möglich, nicht aber eine Herabsetzung.³¹

²¹ Hüffer, AktG, § 327a Rdnr. 14.

²² Krieger, BB 2002, 53, 61.

²³ Maßgeblicher Zeitpunkt, in dem der Hauptaktionär über 95 % des Kapitals verfügen muss, ist der der Beschlussfassung durch die Hauptversammlung. Der Vorstand muss die Hauptversammlung aber nur einberufen, wenn die Erreichung der Quote bis zur vorgesehenen Beschlussfassung hinreichend sicher ist. Grunewald in MüKo-AktG, § 327a Rdnr. 10.

²⁴ Der Hauptaktionär muss aber zwingend mindestens eine Aktie halten, alle anderen können ihm zugerechnet werden. Grunewald in MüKo-AktG, Vor § 327a Rdnr. 7.

²⁵ Die dem Hauptaktionär nach § 16 IV AktG zugerechneten Aktien sind keine Aktien von Minderheitsaktionären i.S.d. § 327a AktG. Vetter, a.a.O., AG 2002, 176, 177 f.

²⁶ Markwardt, BB 2004, 277, 278, 280; Bayer in MüKo-AktG, § 16 Rdnr. 49; Hüffer, AktG, § 16 Rdnr. 12 f.; Emmerich in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 16 AktG Rdnr. 18a; a. A. Vossius, ZIP 2002, 511.

²⁷ BGH II ZR 302/06 vom 16.3.2009. Näher hierzu Kort, AG 2006, 557 ff.

²⁸ Baums, WM 2001, 1843 f.

²⁹ Abfindungsberechtigt ist, wer der Gesellschaft als Aktionär angehört und seine Mitgliedschaft mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister nach § 327e III AktG verliert. Umtausch oder Optionsrechte sind in analoger Anwendung des § 327a I 1 AktG nach Eintragung des Hauptversammlungsbeschlusses nur noch auf Barabfindung statt auf Aktien gerichtet. Hüffer, AktG, § 327b Rdnr. 3.

³⁰ Eine Abfindung anderer Art, z.B. in Aktien des Hauptaktionärs ist beim aktienrechtlichen Squeeze Out nicht zulässig.

³¹ Allerdings ist der Hauptaktionär nicht gezwungen, für den von ihm beantragten Squeeze Out zu stimmen.

Maßgeblich ist nach den Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts der volle Wert des Unternehmens zum Zeitpunkt der Hauptversammlung³², der im Regelfall nach dem Ertragswert zu bestimmen ist.³³ Besteht wie in den hier interessierenden Fällen ein Börsenkurs, so bildet dieser grundsätzlich die Untergrenze bei der Berechnung der anzubietenden Abfindung. Eine Unterschreitung kommt nur dann in Betracht, wenn der Hauptaktionär nachweisen kann, dass der Börsenkurs infolge einer geringen Liquidität die maßgebliche Beteiligung zu teuer abbildet.³⁴ Dabei wird im Falle eines Squeeze Out's bei einem verbliebenen Free Float von weniger als 5 Prozent gerade bei kleineren Gesellschaften häufig argumentiert werden können, dass der Kurs nicht als ausgewogenes Wechselspiel von Angebot und Nachfrage den angemessenen vollen Wert des Unternehmens reflektiert.

Ist ein funktionierender Handel in der Aktie feststellbar, so ist der maßgebliche Börsenkurs nach den Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts im Falle DAT/Altana³⁵ regelmäßig auf Basis des nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses aus dem Dreimonatszeitraum zu ermitteln, der unmittelbar vor dem Tag der Bekanntmachung des Squeeze Out-Begehrens endet.³⁶ Bei dieser Bewertung zum Börsenkurs im Rahmen des aktienrechtlichen (!) Squeeze Out ist nach den Feststellungen des Bundesverfassungsgerichts ein zuvor vom Großaktionär gezahlter Paketpreis irrelevant.³⁷

Der Vorstand hat dem Hauptaktionär nach § 327b I 2 AktG alle für die Berechnung und Festlegung der Abfindung erforderlichen Unterlagen einschließlich der Unternehmensplanung zur Verfügung zu stellen und Auskünfte zu erteilen. Der Hauptaktionär wiederum hat dem Vorstand vor Einberufung der Hauptversammlung eine Banksicherheit zur Absicherung der Forderung der Minderheitsaktionäre über die festgelegte Barabfindung zu übergeben.³⁸

c) Vorbereitung und Beschluss der Hauptversammlung

Die Angemessenheit der vom Hauptaktionär festgelegten Barabfindung ist nach § 327c II 2 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen³⁹, die auf Antrag des Hauptaktionärs vom Gericht ausgewählt und bestellt werden.⁴⁰ Der Hauptaktionär und die festgelegte Barabfindung sind

Grunewald in MüKo-AktG, § 327b Rdnr. 8.

³² BGH, Beschluss II ZB 18/09 v. 19.7.2010 („Stollwerck“), 7.

³³ *Habersack* in *Emmerich/Habersack*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 327b Rdnr. 9; *Hüffer*, AktG, § 327b Rdnr. 5.

³⁴ BVerfGE 100, 289, 309 = NJW 1999, 3769; *Steinmeyer/Häger*, WpÜG, § 327b AktG Rdnr. 31; *Grzimek* in *Geibel/Süßmann* (Hrsg.), WpHG, § 327b Rdnr. 23 ff.

³⁵ BVerfGE 100, 289, 309 = NJW 1999, 3769; *Steinmeyer/Häger*, a.a.O., Rdnr. 30; *Hasselbach* in KK-WpÜG, § 327b Rdnr. 24 ff.; *Habersack* a.a.O., § 327b Rdnr. 9; *Hüffer*, AktG, § 327b Rdnr. 5, § 305 Rdnr. 19 ff.; vgl. auch Begr. RegE, BT-Drs. 14/7034, 72.

³⁶ BVerfGE 100, 289 ff. Vgl. hierzu *Wilm*, NZG 2000, 234 ff.

³⁷ So jetzt auch der BGH (Beschluss II ZB 18/09 v. 19.7.2010 („Stollwerck“)) unter ausdrücklicher Aufgabe seiner zuvor vertretenen Auffassung (BGHZ 147, 108 ff.).

³⁸ BVerfGE 100, 289, 307.

³⁹ Die Sicherheit muss sich auf die vom Hauptaktionär „festgelegte Barabfindung“, nicht aber auf einen nach Übermittlung des Squeeze Out-Verlangens nach § 327a AktG erhöhten Betrag erstrecken. *Grunewald* in MüKo-AktG, § 327b Rdnr. 18 m.w.N.

⁴⁰ Die Ermittlung des Ertragswertes und dessen Prüfung, die in der Praxis häufig gleichzeitig oder mit einer gewissen Überschneidung erfolgen („Parallelprüfung“; zur Zulässigkeit vgl. BGH II ZR 225/04 vom 18.9.2006), hat auf Basis der "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" gemäß Standard S 1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S 1) zu erfolgen. Dabei werden die für die einzelnen Planungsperioden prognostizierten Nettoausschüttungen an die Aktionäre mittels eines risikoadäquaten Kapitalisierungszinses auf den Bewertungsstichtag abgezinst. Kritisch dabei ist zu sehen, dass die vergangenheitsbezogenen Marktrisikodaten, die für die Ermittlung des Beta vorgegeben sind, sich nur sehr eingeschränkt für die Erfassung des einzig relevanten künftigen Risikos und entsprechende Prognosen eignen und darüber hinaus nur bedingt auf nicht börsennotierte Unternehmen übertragbar sind. Im Ergebnis führen die Vorgaben nach IDW S 1 gelegentlich zu relativ niedrigen Diskontierungssätzen und damit hohen Unternehmenswerten. Näher zur Bestellung des Prüfers sowie den technisch-formellen Aspekten der Prüfung und des Prüfungsberichts vgl. *Ott*, DB 2005, 1697 ff.

⁴⁰ Zu Vorbereitung und Ablauf des Squeeze Out-Verfahrens vgl. *Vossius*, ZIP 2002, 511 ff. Die Ernennung des

nach § 327c I AktG in die Bekanntmachung der Tagesordnung für die Hauptversammlung, die über den Ausschluss zu beschließen hat, aufzunehmen.⁴¹ In der Hauptversammlung hat der Hauptaktionär einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.⁴² Dieser Bericht⁴³ und der Prüfungsbericht sind von der Einberufung der Hauptversammlung an mit einem Entwurf des Übertragungsbeschlusses⁴⁴ sowie den Jahresabschlüssen und Lageberichten für die letzten drei Geschäftsjahre⁴⁵ in den Geschäftsräumen der Gesellschaft zur Einsicht durch die Aktionäre auszulegen. Auf Verlangen ist jedem Aktionär unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen zu erteilen.⁴⁶ In der Hauptversammlung sind die vorgenannten Unterlagen auszulegen. Der Vorstand kann dem Hauptaktionär Gelegenheit geben, den Entwurf des Übertragungsbeschlusses und die Bemessung der Höhe der Barabfindung zu Beginn der Hauptversammlung bzw. des betreffenden Punktes der Tagesordnung mündlich zu erläutern. Verzichtet der Hauptaktionär – auch auf Fragen der anderen Aktionäre – auf eine solche Erläuterung, so begründet dies keinen Anfechtungsgrund⁴⁷. Insbesondere bedarf es keiner besonderen sachlichen Gründe oder Rechtfertigung nach den Maßstäben der Erforderlichkeit oder Verhältnismäßigkeit für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre; der Squeeze Out-Beschluss trägt seine Rechtfertigung nach dem Willen des Gesetzgebers vielmehr in sich selbst.⁴⁸ Für den Beschluss selbst ist keine bestimmte Mehrheit vorgesehen, d.h. er bedarf nach § 131 AktG lediglich einer einfachen Mehrheit. Da der Hauptaktionär nicht mit seinem Stimmrecht ausgeschlossen ist, kann er ihn also alleine herbeiführen⁴⁹, was das ganze Verfahren zur Farce macht⁵⁰ und eine Angleichung an das übernahmerechtliche Ausschlussverfahren nahe legt, wo der Ausschluss durch Beschluss des Landgerichts Frankfurt a.M. erfolgt.

d) Eintragung im Handelsregister

Mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister gehen alle Aktien der Minderheitsaktionäre ohne besonderen Übertragungsakt auf den Hauptaktionär über, diese hat also konstitutiven Charakter.⁵¹ Im Falle der Ausgabe von Aktienurkunden verbriefen diese bis zu ihrer Aushändigung⁵²

vom Hauptaktionär vorgeschlagenen Prüfers ist zumindest dann grundsätzlich unproblematisch, wenn sich das Gericht nicht entgegen dem Gesetz an einen Vorschlag des Hauptaktionärs gebunden gefühlt hat. Zur ordnungsmäßigen Prüferauswahl vgl. auch BGH vom 18. September 2006 – II ZR 225/04, BB 2006, 2543, 2544; *Bungert*, BB 2006, 2761, 2762.

⁴¹ Für den Hauptversammlungsbeschluss gelten die üblichen formellen Voraussetzungen einschließlich denen über die Einladung und Bekanntmachung nach §§ 123 f. AktG, d.h. auch, dass Vorstand und Aufsichtsrat (!) zusammen mit der Tagesordnung einen hinreichend bestimmten, d.h. auch die Konditionen umfassenden Beschlussvorschlag zu unterbreiten haben.

⁴² *Krieger*, BB 2002, 53, 59.

⁴³ Dies muss kein ausführlicher Bericht wie beispielsweise in den Fällen der §§ 293a I, 319 III Nr. 3 AktG sein. BGH vom 18. September 2006 – II ZR 225/04, BB 2006, 2543, 2544. Es genügt vielmehr, wenn der Bericht lediglich die Voraussetzungen für die Übertragung und die Angemessenheit der Barabfindung schlüssig darlegt.

⁴⁴ Vgl. den Formulierungsvorschlag bei *Fuhrmann/Simon*, WM 2002, 1211, 1214.

⁴⁵ Zur streitigen Frage, ob hier tatsächlich auch der Abschluss für das letzte abgeschlossene Geschäftsjahr vorliegen muss oder ob hier richtigerweise nur Geschäftsjahre erfasst werden, für die die Jahresabschlüsse bereits festgestellt sind oder nach bilanzrechtlichen Vorschriften sein müssen, vgl. *Wartenberg*, AG 2004, 539 ff. Auch die Rechtsprechung scheint der letztgenannten Alternative zuzuneigen. OLG Hamburg, Urteil vom 11.4.2003 – 11 U 215/02, NZG 2003, 539 (nicht rechtskräftig, aus anderen Gründen vom BGH aufgehoben, der angedeutet hat, insoweit der Ansicht des OLG zuzuneigen. BGH vom 17.7.2006 – II ZR 163/03, AG 2006, 666 f.)

⁴⁶ Neben diesen aktienrechtlichen Berichts- und Informationspflichten bestehen die allgemeinen kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten.

⁴⁷ Vgl. auch *Grunewald* in MüKo-AktG, § 327d Rdnr. 3.

⁴⁸ BGH vom 18. September 2006 – II ZR 225/04, BB 2006, 2543, 2544; *Bungert*, BB 2006, 2761, 2762.

⁴⁹ *Vetter*, a.a.O., AG 2002, 176, 186; vgl. auch *Hüffer*, AktG, § 327a Rdnr. 11.

⁵⁰ *Meyer*, WM 2006, 1135, 1143 m.w.N.

⁵¹ § 327 II AktG. Die Anmeldung hat nach § 327 I AktG durch den Vorstand unter Beifügung der Niederschrift des Beschlusses und seiner Anlagen zu erfolgen. *Vetter*, a.a.O., AG 2002, 176, 189. Zuständig ist das Registergericht des Gesellschaftssitzes nach § 14 AktG, nicht das für den Hauptaktionär zuständige Registergericht. *Hüffer*,

an den Hauptaktionär nur den Anspruch auf Barabfindung. Belastungen der übergehenden Aktien wie Nießbrauch oder Pfandrechte erlöschen analog § 1287 1 BGB, setzen sich aber am Abfindungsanspruch fort.⁵³ Nach Ansicht des BGH führt der Squeeze Out nicht dazu, dass die Minderheitsaktionäre hierdurch ihr Recht auf Anfechtung von früheren Hauptversammlungsbeschlüssen verlieren, so dass anhängige Rechtsstreitigkeiten durch den Squeeze Out zumindest dann nicht unzulässig werden, wenn ein rechtliches Interesse an der Verfahrensfortsetzung besteht.⁵⁴

Wenngleich die ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre eine angemessene Barabfindung erhalten, kann ein Squeeze Out bei einer Nachsteuer-Betrachtung für sie nachteilig sein. Da im Falle eines aktien- wie auch eines übernahmerechtlichen Ausschlusses von Minderheitsaktionären unstreitig eine Veräußerung i.S.d. Steuerrechts vorliegt, kann dieser, sprich der Wegfall der Möglichkeit, den Veräußerungszeitpunkt selbst zu bestimmen, auch nach Wegfall der einjährigen Spekulationsfrist des § 23 I 1 Nr. 2 EStG im Einzelfall noch eine steuerliche Mehrbelastung hervorrufen. Ein zivilrechtlicher Schadensersatzanspruch gegen den Mehrheitsgesellschafter kommt mangels Rechtsverletzung nicht in Betracht.

e) Rechtsschutz

Eine Anfechtung des Übertragungsbeschlusses der Hauptversammlung ist im aktienrechtlichen Ausschlussverfahren im Interesse von Verfahrensbeschleunigung und Rechtssicherheit, insbesondere aber der Einschränkung erpresserischer Anfechtungsklagen⁵⁵ nach § 327f AktG ausgeschlossen, soweit sie auf § 243 II AktG⁵⁶ oder darauf gestützt wird, dass die durch den Hauptaktionär festgelegte Abfindung nicht angemessen ist. Gleiches soll für die Geltendmachung abfindungswertbezogener Informationsdefizite gelten.⁵⁷ Die gerichtliche Nachprüfung solcher, von der Anfechtungsklage ausgeschlossener (angeblicher) Mängel der Angemessenheit findet stattdessen im Spruchverfahren statt⁵⁸, womit sicher gestellt werden soll, dass die Durchführung des Ausschlusses nicht durch bloße Bewertungsstreitigkeiten verzögert oder gar verhindert wird, da das Spruchverfahren im Gegensatz zur Anfechtungsklage keine Registersperre⁵⁹ bewirkt.⁶⁰ In der Praxis führen die regelmäßig sehr langwierigen Spruchverfahren aber häufig dazu, dass die Hauptaktionäre – sei es nach dem Beschluss des Gerichts oder einem Vergleich – nachbessern müssen.

Eine Anfechtung des Beschlusses der Hauptversammlung kommt daher nur auf die Rüge der Erfüllung der materiellen Voraussetzungen des § 327a AktG, d.h. insbesondere des Vorliegens der erforderlichen Kapitalmehrheit bzw. der Zurechnungsvoraussetzungen nach § 16 IV AktG, sowie hinsichtlich von Formalien wie der ordnungsgemäßen Einberufung der Hauptversammlung oder der Abstimmung in Betracht.

AktG, § 327e Rdnr. 2. Inwieweit auch eigene Aktien der Gesellschaft auf den Hauptaktionär übergehen, ist streitig, wobei dies vor dem Hintergrund der Interessenlage der Parteien und der ratio legis völlig unnötig ist und neben einem erhöhten Kapitalbedarf auf Seiten des Hauptaktionärs auch nachteilige Folgen für die Gesellschaft und damit auch für diesen mit sich bringen kann. Vgl. hierzu *Hüffer*, a.a.O. Rdnr. 4 m.w.N.; vgl. auch die Muster zur Niederschrift der Hauptversammlung, des Beschlusses sowie der Handelsregisteranmeldung bei *Vossius*, ZIP 2002, 511, 515 f.

⁵² Vgl. auch *König*, NZG 2006, 606 ff.

⁵³ *Habersack*, ZIP 2001, 1230, 1236 f.

⁵⁴ BGH II ZR 46/05 (Massa AG), BB 2006, 2601 ff.; a.A. *Bungert*, BB 2005, 1345 ff.

⁵⁵ Zum Katalog der hier erhobenen Anfechtungsgründe vgl. BGH vom 18. September 2006 – II ZR 225/04, BB 2006, 2543 ff.

⁵⁶ Während damit eine Anfechtungsklage nicht darauf gestützt werden kann, dass der Hauptaktionär sich oder einem Dritten mit dem Squeeze Out Sondervorteile zu Lasten der anderen Aktionäre oder der Gesellschaft verschafft habe, bleibt eine Anfechtungsklage nach § 243 I wegen Verletzung des Gesetzes oder der Satzung möglich. *Dißars*, BKR 2004, 389, 390 f.; *Hüffer*, AktG, § 327f Rdnr. 1 f.

⁵⁷ *Vetter*, AG 2002, 176, 189.

⁵⁸ § 327f 2 und 3 AktG.

⁵⁹ Die durch Erhebung einer Anfechtungs- oder Nichtigkeitsklage bewirkte Registersperre kann im sogenannten Freigabeverfahren nach § 327e II i.V.m. § 319 VI AktG überwunden werden.

⁶⁰ *Hüffer*, AktG, § 327f Rdnr. 1, § 327e Rdnr. 3.

Auch im Falle des Fehlens der nach § 327b III AktG erforderlichen Banksicherheit⁶¹ zum Zeitpunkt der Beschlussfassung⁶² liegt ein ordnungsgemäßes Abfindungsangebot nicht vor, so dass hiergegen mit der Anfechtungsklage vorgegangen werden kann.⁶³ Gleiches gilt, wenn die Abfindung aus anderen Gründen nicht ordnungsgemäß oder überhaupt nicht angeboten wurde, wobei hier aber statt einer Anfechtungsklage auch die Durchführung eines Spruchverfahrens möglich ist.⁶⁴ Das Spruchverfahren ist subsidiär gegenüber der Anfechtungsklage, d.h., die Klage darf nicht oder nicht mehr rechtshängig sein.

2. Übernahmerechtlicher Squeeze Out

Entsprechend den Vorgaben von Art. 15 der europäischen Übernahmerrichtlinie wurde dem vorstehend beschriebenen aktienrechtlichen Squeeze Out-Verfahren mit dem Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetz ein übernahmerechtliches Ausschlussverfahren zur Seite gestellt, das in den §§ 39a und b WpÜG geregelt ist und einen wesentlich engeren Anwendungsbereich hat. Es weist in seiner Durchführung wie in seinen tatbestandlichen Voraussetzungen und Rechtsfolgen eine Reihe von gravierenden Unterschieden aus, insbesondere, dass es nur im Anschluss an ein Übernahmeangebot oder ein Pflichtangebot nach WpÜG und damit nur bei einem Unternehmen möglich ist, dessen Aktien an einem organisierten Markt notiert sind. Wesentlicher Vorteil des übernahmerechtlichen Squeeze Out-Verfahrens aber ist, dass es ohne Einschaltung der Hauptversammlung der Zielgesellschaft und damit ohne Anfechtungsrisiko durchführbar ist und dass bei der Festsetzung der den auszuschließenden Minderheitsaktionären zu leistenden Abfindung auf die Gegenleistung des Übernahme- oder Pflichtangebots abgestellt werden kann, die unter bestimmten Voraussetzungen unwiderlegbar als angemessene Abfindung anzusehen ist.⁶⁵

In der Praxis ist der übernahmerechtliche Squeeze Out – ganz im Gegensatz zu seinem aktienrechtlichen Pendant – weitgehend bedeutungslos geblieben, wohl wegen der mit 95 % wiederum sehr hohen Schwelle und der Preismechanik⁶⁶. So gibt es bislang lediglich vier Entscheidungen des erstinstanzlich ausschließlich zuständigen LG Frankfurt a.M., wovon zwei in zweiter Instanz vor das OLG Frankfurt a.M. gebracht wurden.⁶⁷

a) Voraussetzungen

i. Börsennotiz und öffentliches Angebot

Nach einem Übernahme- oder Pflichtangebot sind dem Bieter, dem mindestens 95 Prozent des stimmberechtigten Grundkapitals⁶⁸ gehören, auf seinen Antrag durch Gerichtsbeschluss auch die übrigen stimmberechtigten Aktien der betroffenen Gesellschaft gegen Gewährung einer angemessenen Abfindung zu übertragen. Gehören dem Bieter zugleich Aktien in Höhe von 95 Prozent des gesamten Kapitals der Zielgesellschaft, sind ihm auf Antrag auch die übrigen nicht stimmberechtigten Vorzugsaktien zu übertragen.⁶⁹

Grundvoraussetzung für die Möglichkeit eines übernahmerechtlichen Squeeze Out-Verfahrens ist, dass die Aktien der Zielgesellschaft an einem regulierten Markt i.S.d. Wertpapierdienstleistungsrichtlinie⁷⁰ zum Handel zugelassen sind. Im Gegensatz zum aktienrechtlichen Squeeze Out kommen die §§ 39a und b WpÜG damit bei nicht notierten und ausschließlich im privatrechtlichen Freiverkehr gehan-

⁶¹ Näher hierzu *Singhof/Weber*, WM 2002, 1158 ff.

⁶² Näher hierzu *Krieger*, BB 2002, 53, 58.

⁶³ *Vetter*, AG 2002, 176, 189; näher zu den Anfechtungsgründen und zur Überwindung der Registersperre über das Freigabeverfahren vgl. *Krieger*, a.a.O., BB 2002, 53, 58.

⁶⁴ Vgl. § 327f 3 AktG. *Hasselbach* in KK-WpÜG, § 327f AktG Rdnr. 7; *Hüffer*, AktG, § 327f Rdnr. 3.

⁶⁵ Zum Ganzen vgl. *Diekmann*, NJW 2007, 17, 19 f.

⁶⁶ *Austmann*, NZG 2011, 684, 685.

⁶⁷ ZIP 2009, 74; ZIP 2010, 880.

⁶⁸ Im Falle seltener Mehrstimmrechte wird auf die Stimmrechte abgestellt. *Van Kann/Just*, DStR 2006, 328, 331.

⁶⁹ § 39a I WpÜG.

⁷⁰ Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen (ABl. EG Nr. L 141, 27 ff.).

delten Aktien nicht zur Anwendung.⁷¹ Während nach §§ 327a ff. AktG irrelevant ist, wie der Hauptaktionär zu seinen Aktien gekommen ist, knüpft § 39a WpÜG dergestalt an ein freiwilliges Übernahmeangebot i.S.d. §§ 29 I, 32 WpÜG bzw. ein Pflichtangebot nach § 35 WpÜG an⁷², dass der Antrag nach § 39a IV WpÜG innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Annahmefrist eines solchen Angebots zu stellen ist. Allerdings ist auch im Rahmen von § 39a I WpÜG unerheblich, auf welche Weise der Bieter die erforderlichen Mehrheiten erreicht, d.h. sie müssen nicht auf der Annahme des Angebots beruhen.⁷³ Voraussetzung ist aber, dass sie nach dem öffentlichen Angebot erworben wurden und ein enger zeitlicher Zusammenhang der spezifischen Transaktion mit diesem besteht.⁷⁴

Ein einfaches öffentliches Erwerbsangebot nach §§ 10 ff. WpÜG oder ein bloßes Aufstockungsangebot⁷⁵ aus einer bestehenden Kontrollbeteiligung reichen für die Durchführung eines Ausschlussverfahrens nach § 39a WpÜG nicht aus⁷⁶, d.h. der Bieter bleibt hier auf ein Verfahren nach § 327a ff. AktG angewiesen, das von der Einführung seines übernahmerechtlichen Pendants grundsätzlich unberührt bleibt.⁷⁷

ii. Beteiligungshöhe und Zurechnung von Aktien

Im Gegensatz zu § 327a AktG stellt das übernahmerechtliche Ausschlussverfahren nicht auf eine Mindestbeteiligung am Gesamtkapital ab, sondern knüpft zunächst an den Stimmrechten an: „gehören“ dem Bieter mindestens 95 Prozent der stimmberechtigten Aktien, so kann er die übrigen stimmberechtigten (!) Aktien auf sich übertragen lassen. Gehören ihm zugleich (!) Aktien in Höhe von 95 Prozent des Grundkapitals, sind ihm auf Antrag auch die übrigen stimmrechtslosen Vorzugsaktien zu übertragen.

Hinsichtlich der Zurechnung von Aktien für das Erreichen des jeweiligen Schwellenwertes verweist § 39a WpÜG wie § 327a II AktG auf § 16 II und IV AktG, so dass insoweit auf die Ausführungen beim aktienrechtlichen Squeeze Out verwiesen werden kann.⁷⁸

Inwieweit die vom deutschen Gesetzgeber gewählte⁷⁹ Schwelle von 95 Prozent niedrig genug ist, damit das Verfahren die angestrebten Erleichterungen bringen und sich auch in Deutschland durchsetzen kann, bleibt abzuwarten. Insbesondere in Anbetracht der gestiegenen Aktivitäten von Hedgefonds steht zu befürchten, dass verstärkt kurzfristig orientierte Investoren versuchen werden, sich über den Kauf eines relativ kleinen Pakets⁸⁰ eine Sperrminorität zu sichern und so auf eine höhere Abfindung zu spekulieren.

⁷¹ Vgl. auch *Austmann/Mennicke*, NZG 2004, 846.

⁷² Erfasst werden auch freiwillige Angebote zur Aufstockung einer Kontrollmehrheit, die bereits bei In-Kraft-Treten des WpÜG bestand oder die unter einer Befreiung von der Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots (§§ 36, 37 WpÜG) erlangt wurde, vorausgesetzt, ein solches Angebot erstreckt sich auf alle Aktien und ist an alle Aktionäre der Zielgesellschaft gerichtet. Begr. RegE, BT-Drs. 14/7034, 59; *Austmann/Mennicke*, NZG 2004, 846.

⁷³ Begr. RegE, BT-Drs. 16/1003, 21.

⁷⁴ *Van Kann/Just*, DStR 2006, 328, 331. Das Gesetz oder die Regierungsbegründung nennen keine Kriterien für den engen zeitlichen Zusammenhang. Nach *Meyer* (WM 2006, 1135, 1142) dürfte er in jedem Fall bei Erwerben während der Annahmefrist und der erweiterten Annahmefrist nach § 16 I und II WpÜG gegeben sein.

⁷⁵ Vgl. hierzu aber auch *Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltsvereins*, Stellungnahme zum Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Übernahmerrichtlinie, NZG 2006, 177, 182, wo dafür plädiert wird, unter bestimmten Bedingungen § 39a WpÜG auch auf Aufstockungsangebote anzuwenden.

⁷⁶ Begr. RegE, BT-Drs. 16/1003, 21; *van Kann/Just*, DStR 2006, 328, 331.

⁷⁷ Vgl. Erwägungsgrund 24 der ÜbernahmeRiLi. *Krause*, BB 2004, 113, 118.

⁷⁸ Näher hierzu *Simon*, Der Konzern 2006, 12, 16.

⁷⁹ Nach Art. 15 II ÜbernahmeRiLi konnten die Mitgliedstaaten Schwellenwerte zwischen 90 und 95 Prozent festsetzen, wobei der deutsche Gesetzgeber die Regelung hier – zunächst, aber nicht unabänderlich – den Voraussetzungen des § 327a AktG angepasst hat. Näher hierzu *Austmann/Mennicke*, a.a.O., NZG 2004, 846.

⁸⁰ Dieses muss regelmäßig nicht einmal fünf Prozent der Stimmen erreichen bzw. übertreffen, da der Bieter in diesem Stadium, sprich im Vorfeld eines Squeeze Outs im Zweifelsfall ohnehin nicht auf die erforderlichen 95 Prozent kommen dürfte.

b) Abfindung der Minderheitsaktionäre

Die Art der Abfindung hat nach § 39a III WpÜG der Gegenleistung des Übernahme- oder Pflichtangebots zu entsprechen. Wahlweise ist vom Bieter stets eine Geldleistung⁸¹ anzubieten. Die Abfindung ist hinsichtlich ihrer Höhe unwiderleglich⁸² als angemessen anzusehen, wenn sie der Höhe der Gegenleistung im öffentlichen Angebot entspricht und der Bieter aufgrund des Angebots⁸³ mindestens 90 Prozent des vom Angebot betroffenen Grundkapitals erworben hat.⁸⁴ Plausibler Hintergrund der Schlussfolgerung ist, dass die hohe Annahmequote ausreichendes Indiz für einen offensichtlich angemessenen Preis sein dürfte.⁸⁵ Die Annahmequote ist für stimmberechtigte Aktien und stimmrechtslose Aktien getrennt zu ermitteln.

Eine Verzinsung der Abfindung wie nach § 327b II AktG ist im Rahmen des übernahmerechtlichen Ausschlussverfahrens nicht vorgesehen. Ebenso wenig findet sich hier (oder in der Übernahmerrichtlinie) eine mit § 327b III AktG vergleichbare Regelung hinsichtlich der Stellung einer Absicherung des Abfindungsanspruchs durch eine Bank. Gründe für diese Differenzierung sind nicht ersichtlich und werden auch in der Regierungsbegründung nicht geliefert.

c) Verfahren und Rechtsschutz

Anders als im Falle des aktienrechtlichen Squeeze Out's ist im übernahmerechtlichen Ausschlussverfahren kein Hauptversammlungsbeschluss vorgesehen, der in Anbetracht der erforderlichen Mehrheiten ohnehin nur als reine Förmelerei⁸⁶ anzusehen wäre. Der Ausschluss erfolgt nach § 39a IV und V WpÜG vielmehr auf Antrag des Bieters durch Beschluss des hierfür ausschließlich zuständigen Landgerichts Frankfurt a.M., wobei der Antrag innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Annahmefrist zu stellen ist⁸⁷. Das Landgericht entscheidet über den Antrag im Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit unter ergänzender Berücksichtigung der Vorgaben von § 39b WpÜG.

Gegen die Entscheidung ist nach § 39b III 2 WpÜG die sofortige Beschwerde zum OLG Frankfurt statthaft, die aufschiebende Wirkung hat. Eine weitere Beschwerde gegen dessen Entscheidung ist ausgeschlossen. Mit Rechtskraft dieser Entscheidung wird der Ausschluss wirksam, die Aktien der

⁸¹ Diese kann ohne umfangreiche Bewertungen auf Basis des Börsenkurses der im Rahmen des öffentlichen Angebots als Gegenleistung gewährten Aktien kalkuliert werden. *Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltsvereins*, Stellungnahme zum Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Übernahmerrichtlinie, NZG 2006, 177, 179.

⁸² Begr. RegE, BT-Drs.16/1003, 21 f. *Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltsvereins*, a.a.O., NZG 2006, 177, 179; Näher hierzu *Grunewald* in MüKo-AktG, § 39a Rdnrn. 5 ff., 33 ff., nach der in Anbetracht der Gesetzesbegründung der historische Wille des Gesetzgebers klar ist. Anders kann es allenfalls sein, wenn die Berufung auf die Vermutung im Einzelfall rechtsmißbräuchlich ist, z.B. wenn der Bieter vorsätzlich einen relevanten Vorerwerb nicht offen gelegt, Verstöße gegen § 15 oder § 20a WpHG begangen oder die Basis der Berechnung der Abfindung in anderer Weise manipuliert hat.

Näher hierzu vgl. auch *Merkt/Binder*, BB 2006, 1285, 1290 f. Kritisch hierzu *Rühland*, Der übernahmerechtliche Squeeze-out im Regierungsentwurf des Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetzes - Ökonomisch sinnvoll, aber nicht vollständig mit höherrangigem Recht vereinbar, NZG 2006, 401, 405 f., der die fehlende Widerlegbarkeit für verfassungswidrig hält. A.A. auch *Simon*, Der Konzern 2006, 12, 17; LG Frankfurt a.M. v. 5.8.2008 – 3-5 O 15/08. Offen gelassen OLG Frankfurt a.M., Beschl. v. 9.12.2008 - WpÜG 2/08. Zum Meinungsstand vgl. auch die Übersicht bei *Austmann*, NZG 2011, 684, 685 Fn. 11.

⁸³ Aktien sind dann aufgrund des Angebots erworben, wenn die Gegenleistung dem Angebot entspricht und die Übertragung auch sonst zu den Bedingungen des Angebots und nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage erfolgt ist. Es spielt keine Rolle, ob die Aktien durch Annahme eines öffentlichen Angebots oder durch ein direktes Geschäft mit dem Hauptaktionär bzw. über die Börse erworben wurden. Näher hierzu *Grunewald* in MüKo-AktG, § 39a Rdnrn. 28 ff. m.w.N.

⁸⁴ Näher zu Art und Höhe der Abfindung im Lichte der Vorgaben der ÜbernahmeRiLi einschließlich verfassungsrechtlicher Erwägungen vgl. *Austmann/Mennicke*, a.a.O., NZG 2004, 846, 849 f.

⁸⁵ *Van Kann/Just*, DStR 2006, 328, 331.

⁸⁶ *Meyer*, WM 2006, 1135, 1143 m.w.N.

⁸⁷ Dies kann dann Probleme bereiten, wenn ein Angebot beispielsweise wegen behördlicher Zustimmungsvorbehalte unter einer Bedingung steht und daher erst nach Ablauf der Drei-Monatsfrist vollzogen werden kann.

Minderheitsaktionäre gehen auf den Hauptaktionär über.⁸⁸ Im Ergebnis ist damit zwar keine Verzögerung der Umsetzung durch die Erhebung einer Anfechtungsklage möglich, gleichzeitig führt aber auch dieses Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit zu einer Verzögerung, wohingegen der aktienrechtliche Squeeze Out zumindest für den praktisch wichtigen Angriffspunkt der Angemessenheit der Abfindung das Spruchverfahren eröffnet, das einem sofortigen Vollzug des Übergangs nicht im Wege steht. Während der Laufzeit des übernahmerechtlichen Squeeze Out-Verfahrens, d.h. von Stellung des Antrags bis zum rechtskräftigen Abschluss, finden die §§ 327a ff. AktG keine Anwendung, das aktienrechtliche Verfahren ist während dieser Zeit nicht möglich. Der Bieter kann aber bis Antragstellung bei Vorliegen der jeweiligen Voraussetzungen frei zwischen den beiden Verfahren wählen.

3. Verschmelzungsrechtlicher Squeeze Out

Mit dem am 15. Juli 2011 in Kraft getretenen Dritten Gesetz zur Änderung des Umwandlungsgesetzes wurde⁸⁹ mit dem sogenannten verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out eine dritte Variante zum Ausschluss von Minderheitsaktionären von AG's und KGaA's⁹⁰ bzw. inländischen SE's⁹¹ geschaffen. Dieser wird hinsichtlich seiner Voraussetzungen und seines Ablaufs in § 62 V UmwG geregelt, dessen Satz 8 auf die §§ 327a ff. AktG verweist und so nicht nur die Terminologie dem aktienrechtlichen Squeeze Out anpasst, sondern auch die wesentlichen Verfahrensschritte übernimmt.

a) Hauptaktionärseigenschaft und Absenkung der Beteiligungshöhe

Maßgeblicher Unterschied und Vorteil des verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out's ist, dass dieser bereits dann möglich ist, wenn dem Hauptaktionär 90%⁹² des Grundkapitals des übertragenden Rechtsträgers gehören.⁹³ Die Absenkung erschwert Hedgefonds – wie mit beabsichtigt – den Aufbau von Blockadepositionen, die sich diese regelmäßig teuer abkaufen lassen.⁹⁴

Die Aktien müssen hier allerdings – anders als beim aktienrechtlichen Squeeze Out – unmittelbar vom Hauptaktionär gehalten werden, da § 16 IV AktG beim verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out keine Anwendung findet und daher eine Zurechnung mittelbar gehaltener Anteile nicht erfolgt.⁹⁵ Eigene Aktien der übertragenden Gesellschaft und Anteile, die einem anderen für ihre Rechnung gehören, sind von ihrem Grundkapital abzusetzen und bleiben damit bei Berechnung der 90%-Schwelle unberücksichtigt.⁹⁶

Im Gegensatz zum aktienrechtlichen und übernahmerechtlichen Squeeze Out kommt hier als übernehmender Rechtsträger, d.h. als Hauptaktionär lediglich eine AG oder KGaA bzw. deutsche SE⁹⁷ in Betracht.⁹⁸

⁸⁸ Meyer, a.a.O., WM 2006, 1135, 1143, der zu Recht bedauert, dass die Umsetzung der Übernahmerrichtlinie nicht zu einer stärkeren Angleichung der beiden Ausschlussverfahren genutzt wurde.

⁸⁹ Richtlinie 78/855/EWG des Rates vom 9. 10. 1978 gem. Artikel 54 Absatz 3 Buchstabe g des Vertrags betreffend die Verschmelzung von Aktiengesellschaften, ABIEG Nr. L 259 vom 20. 10. 1978, S. 36. Näher zum europarechtlichen Hintergrund vgl. Austmann, NZG 2011, 684.

⁹⁰ Vgl. § 78 1 UmwG.

⁹¹ Vgl. die Generalverweisung des Art. 9 lit. c ii SE-VO.

⁹² Die 90%-Schwelle ist durch Art. 27 und 28 der Verschmelzungsrichtlinie, d.h. gemeinschaftsrechtlich zwingend vorgegeben. Vor diesem Hintergrund sind deutsche Gerichte einschließlich des BVerfGs von der Prüfung der Vereinbarkeit des neuen § 62 V UmwG mit höherrangigem Recht ausgeschlossen. Die Kompetenz zur Beurteilung der Rechtmäßigkeit sollte daher beim EuGH liegen. Austmann, a.a.O., 684, 688 f.

⁹³ Die Mindestbeteiligung muss – wie beim aktienrechtlichen Squeeze Out – nach dem Wortlaut des § 62 V 1 UmwG im Zeitpunkt des Übertragungsbeschlusses der Hauptversammlung vorliegen. Ob sie darüber hinaus auch noch bei Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister bestehen muss (So Austmann, a.a.O., 684, 689), wie dies beim aktienrechtlichen Squeeze Out teilweise verlangt wird, ist offen.

⁹⁴ Austmann, a.a.O., 684, 688.

⁹⁵ Näher hierzu Austmann, a.a.O., 684, 689. Dies kann gegebenenfalls konzerninterne Übertragungen von mittelbar gehaltenen Aktien auf die Mutter erforderlich machen, was entsprechende grunderwerbsteuerliche Konsequenzen haben kann.

⁹⁶ § 62 V 1 i.V.m. § 62 I 2 UmwG. Vgl. näher hierzu Bungert/Wettich, DB 2010, 2545, 2547.

⁹⁷ Generalverweisung des Art. 9 lit. c ii SE-VO.

⁹⁸ Zur Beschränkung auf Up-stream-Verschmelzungen und Ausklammerung von GmbH's als übernehmende

b) Verfahren

Abweichungen gegenüber dem aktienrechtlichen Ausschlussverfahren resultieren auch aus dem für einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out erforderlichen sachlichen und zeitlichen Zusammenhang mit der Konzernverschmelzung, durch den der Gesetzgeber vor dem Hintergrund der erleichterten Voraussetzungen des verschmelzungsspezifischen Squeeze Out's sicherstellen will, dass es nach der zwangsweisen Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auch tatsächlich zur Durchführung der Verschmelzung in Form einer sogenannten Up-stream-Verschmelzung⁹⁹ kommt. Beides, Squeeze Out und Konzernverschmelzung, können parallel vorbereitet werden.

i. Squeeze Out

Richtigerweise ist davon auszugehen, dass das Verfahren wie der aktienrechtliche Squeeze Out mit dem – grundsätzlich formlos möglichen¹⁰⁰ – Übertragungsverlangen des Hauptaktionärs an den Vorstand der Tochtergesellschaft oder aber einer entsprechend zu interpretierenden Einigung zwischen diesen eingeleitet wird.¹⁰¹ Ist die Tochter in einem regulierten Markt börsennotiert, stellt in der Regel spätestens die Übermittlung des Verlangens bzw. diese Einigung eine nach § 15 I WpHG Ad hoc-pflichtige Insiderinformation dar.¹⁰² Gleiches kann für die Muttergesellschaft gelten.

Da die Hauptversammlung der übertragenden Gesellschaft den Squeeze Out-Beschluss innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags fassen muss, empfiehlt es sich, mit deren Vorbereitung, vor allem mit den Bewertungsarbeiten, bereits einige Zeit vor Abschluss des Verschmelzungsvertrags zu beginnen.¹⁰³ In Anbetracht der Vielzahl von Personen, die im Rahmen dieser Vorbereitungen involviert ist, ist die Absicht zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out's nur schwer geheim zu halten, was eine deutlich frühere Veranlassung der Ad hoc-Publizität nahelegen kann.

Nach § 62 V 8 UmwG i.V.m. §§ 327a I, 327b I 1 AktG wird – wie beim aktienrechtlichen Squeeze Out – vom Hauptaktionär die Squeeze Out-Dokumentation einschließlich eines Übertragungsberichts¹⁰⁴ erstellt und eine Unternehmensbewertung der Tochtergesellschaft durchgeführt, auf deren Basis dann der Hauptaktionär die Barabfindung festsetzt. Deren Angemessenheit wird wiederum durch einen gerichtlich bestellten sachverständigen Prüfer geprüft und bestätigt.¹⁰⁵ Anschließend erfolgen

Rechtsträger vgl. *Austmann*, a.a.O., 684. Zur Rechtsform und alternativen Gestaltungen über einen Formwechsel der Muttergesellschaft bzw. eine Einschaltung von Zwischenholdings vgl. auch *Bungert/Wettich*, DB 2011, 1500, 1501; *Austmann*, a.a.O., 684, 690.

⁹⁹ Eine im Einzelfall gegebenenfalls sinnvolle Down-stream-Verschmelzung der Hauptaktionärin auf die Tochtergesellschaft ist im Gesetz nicht vorgesehen.

¹⁰⁰ *Hüffer*, AktG, § 327a Rdnr. 8.

¹⁰¹ § 327a I 1 AktG. Nach anderer Ansicht gibt es hier ein Übertragungsverlangen nicht, da der Squeeze Out ja nur Vorbereitungsmaßnahme für die Verschmelzung sei und auch nur im Rahmen der Verschmelzung stattfinden soll. *Austmann*, a.a.O., 684, 689, der an „die Verständigung der übernehmenden und der übertragenden Gesellschaft über den Squeeze-out im Rahmen der Verschmelzung anknüpfen“ will. *Bungert/Wettich* (a.a.O., 1500, 1501) empfehlen, aus Gründen der Rechtssicherheit ein solches Verlangen zu stellen.

¹⁰² Dabei ist neben dem Squeeze Out auch die angestrebte Verschmelzung zu publizieren. *Bungert/Wettich* a.a.O., 1500, 1501. Der Zeitpunkt der Ad hoc-Mitteilung markiert in der Regel auch hier das Ende des Dreimonatszeitraums zur Bestimmung des durchschnittlichen Börsenkurses der Gesellschaft, der seinerseits grundsätzlich die Untergrenze der Barabfindung darstellt.

¹⁰³ Dabei zu berücksichtigen ist auch die Einberufungsfrist, die für Vorbereitungsmaßnahmen nicht genutzt werden kann, weil alle den Aktionären zugänglich zu machenden Dokumente einschließlich der Prüfungsberichte bei Einberufung der Hauptversammlung vorliegen müssen. In der Praxis verkürzt sich die Drei-Monats-Frist sogar weiter um mindestens zwei bis drei Wochen, weil die Unterlagen bereits bei Einberufung der Aufsichtsratsitzung, in der die Beschlussvorschläge zur Hauptversammlung verabschiedet werden sollen, fertiggestellt sein müssen. *Austmann*, a.a.O., 684, 690.

¹⁰⁴ Auch hier müssen der Übertragungsbeschluss und eine Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts vorgelegt werden.

¹⁰⁵ § 62 V 8 UmwG i.V.m. § 327c II 2 und 3 AktG.

eine Konkretisierung des Übertragungsverlangens und die Übermittlung der Squeeze-out-Dokumentation an den Vorstand der Tochtergesellschaft.

ii. Verschmelzung

Der zu entwerfende Verschmelzungsvertrag zwischen der übertragenden und der übernehmenden Gesellschaft muss nach § 62 V 2 UmwG neben den üblichen Regelungen die Angabe enthalten, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung ein Squeeze Out erfolgen soll. Da die Verschmelzung erst nach Eintragung des Squeeze Out wirksam wird und § 62 IV 2, V 7 UmwG die Wirksamkeit des Squeeze Out insoweit vorwegnimmt, handelt es sich um die Verschmelzung einer hundertprozentigen Tochter auf ihre Mutter, was zur Anwendung von § 5 II UmwG führt, d.h., dass die sonst üblichen Angaben über den Umtausch der Anteile nach § 5 I Nrn. 2 bis 5 UmwG¹⁰⁶ entfallen. Zur Absicherung empfiehlt sich die vertragliche Klarstellung in Form einer Bedingung, dass die Verschmelzung nur bei Eintragung des Squeeze Out's zur Eintragung und damit Wirksamkeit gelangen soll.¹⁰⁷

c) Squeeze Out-Hauptversammlung und Anmeldung

Die Hauptversammlung des übertragenden Rechtsträgers zur Abstimmung über den Übertragungsbeschluss nach § 62 V 1 UmwG i.V.m. § 327a I 1 AktG muss nach § 62 V 1 UmwG innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags stattfinden. Während für die Einberufung der Hauptversammlung der Entwurf eines Verschmelzungsvertrages genügt, muss dieser spätestens im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Squeeze Out in notariell beglaubigter Form¹⁰⁸ vorliegen.¹⁰⁹ Der Verschmelzungsvertrag ist nach §§ 62 V 4, 5 III UmwG spätestens einen Monat vor dem Tag der Hauptversammlung der übertragenden Gesellschaft den Betriebsräten der beiden Gesellschaften zuzuleiten.¹¹⁰ Zusätzlich zu den üblichen Unterlagen für einen Squeeze Out nach § 62 V 8 UmwG i.V.m. § 327c III AktG ist der Verschmelzungsvertrag bzw. sein Entwurf in den Geschäftsräumen der übertragenden Gesellschaft auszulegen bzw. im Internet zugänglich zu machen¹¹¹. Da der Hauptaktionär auch hier nicht von einer Mitwirkung am Squeeze Out-Beschluss ausgeschlossen ist, ist die nach § 133 I AktG erforderliche einfache Stimmenmehrheit gesichert.

Bei der nachfolgenden Anmeldung des Übertragungsbeschlusses zur Eintragung in das Handelsregister der übertragenden Gesellschaft durch deren Vorstand¹¹² ist nach § 62 V 6 UmwG der Verschmelzungsvertrag oder sein Entwurf¹¹³ beizufügen. Im Falle von Anfechtungsklagen gegen den Übertragungsbeschluss hat der übertragende Rechtsträger die Möglichkeit, über ein Freigabeverfahren nach § 327e II i.V.m. § 319 VI AktG die zeitnahe Eintragung des Squeeze Out's im Handelsregister durchzusetzen zu versuchen. Nach § 62 V 7 UmwG wird der Eintrag des Übertragungsbeschlusses mit dem Vermerk versehen, dass er – im Gegensatz zum aktienrechtlichen Squeeze Out – nicht sofort, sondern erst im Zeitpunkt der Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister der übernehmenden Gesellschaft wirksam wird.

d) Verschmelzung

Für den Abschluss der parallel vorbereiteten und eingeleiteten Verschmelzung sieht das Gesetz diverse

¹⁰⁶ Z.B. hinsichtlich des Umtauschverhältnisses und über die für den Vermögensübergang zu gewährenden Aktien.

¹⁰⁷ *Bungert/Wettich*, a.a.O., 1500, 1501.

¹⁰⁸ § 6 UmwG.

¹⁰⁹ Der Übertragungsbeschluss kann nicht auf Basis eines bloßen Entwurfs des Verschmelzungsvertrags erfolgen. § 62 V 1 UmwG. Zu den hierdurch für den Hauptaktionär eröffneten Spielräumen vgl. *Bungert/Wettich*, a.a.O., 1500, 1502.

¹¹⁰ Hierdurch soll eine rechtzeitige Information der Betriebsräte für die Fälle sichergestellt werden, in denen weder beim übernehmenden noch beim übertragenden Rechtsträger ein Verschmelzungsbeschluss erforderlich ist und daher § 5 III UmwG nicht unmittelbar zur Anwendung gelangt.

¹¹¹ § 62 V 5 UmwG.

¹¹² § 62 V 8 UmwG i.V.m. § 327e I 1 AktG.

¹¹³ In der Praxis sollte der Verschmelzungsvertrag in Ausfertigung oder öffentlich beglaubigter Abschrift beigelegt werden. Näher hierzu *Bungert/Wettich*, a.a.O., 1500, 1502; *Simon/Merkelbach*, DB 2011, 1317, 1320 f.

Erleichterungen gegenüber „normalen“ Verschmelzungen, d.h. solchen ohne vorherige Durchführung eines Squeeze Out's vor.

So ist auf seiten der übertragenden Gesellschaft – entgegen dem sonst geltenden § 13 I UmwG – nach § 62 IV 1, 2 UmwG kein Verschmelzungsbeschluss erforderlich und damit keine weitere Hauptversammlung, da eine Mitwirkung der von dem Squeeze Out betroffenen Minderheitsaktionäre beim Verschmelzungsbeschluss nicht mehr sachgerecht wäre.

Grundsätzlich bedarf es auch beim Hauptaktionär für die Durchführung der Verschmelzung keiner Hauptversammlung. Dessen Aktionäre sind über die bevorstehenden Maßnahmen nach den Regeln der Konzernverschmelzung zu informieren¹¹⁴, d.h., der Verschmelzungsvertrag und die Jahresabschlüsse und Lageberichte der letzten drei Geschäftsjahre der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften sind für die Dauer eines Monats nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags zur Einsicht der Aktionäre auszulegen. Verschmelzungsbericht und Verschmelzungsprüfungsbericht sind nicht auszulegen oder ansonsten erforderlich, wie sich mittelbar aus § 62 IV 1, 2 UmwG i.V.m. §§ 8 III 1, 9 II UmwG ergibt. Auf dieser Basis können die Aktionäre der übernehmenden Gesellschaft dann entscheiden, ob sie von ihrem Minderheitsrecht nach § 62 II UmwG Gebrauch machen und mit einer qualifizierten Minderheit von 5% des Grundkapitals die Einberufung einer Hauptversammlung verlangen, die über die Verschmelzung zu beschließen hat.¹¹⁵

Die Anmeldung der Verschmelzung zur Eintragung im Handelsregister der übertragenden Gesellschaft kann bereits zusammen mit der Anmeldung des Squeeze Out's erfolgen. Das Registergericht wird dabei angewiesen, den Beschluss über die Verschmelzung erst nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses einzutragen.¹¹⁶ Nach § 19 I UmwG wird die Verschmelzung erst mit der Eintragung im Handelsregister der übernehmenden Gesellschaft wirksam, die wiederum nach § 62 V 7 UmwG zugleich zum Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses und damit zum Übergang der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär führt.¹¹⁷

4. Rechtsschutz

Die Minderheitsaktionäre werden abschließend durch das Squeeze Out-Verfahren geschützt. Sie können daher nicht mit einer Unterlassungs- oder Feststellungsklage gegen die Verschmelzung vorgehen oder gar im Wege des einstweiligen Rechtsschutzes eine Unterlassungsverfügung gegen diese anstreben. Die Rechtsbehelfe der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der Tochtergesellschaft sind vielmehr auf ein Angreifen des Übertragungsbeschlusses, d.h. die Einleitung des Spruchverfahrens nach § 327f AktG und die Erhebung einer Anfechtungsklage begrenzt. Eine Anfechtungsklage gegen den Squeeze Out-Beschluss löst wie beim aktienrechtlichen Squeeze Out eine Registersperre aus, die von der Tochter mit einem Freigabeverfahren überwunden werden kann.¹¹⁸

Verschmelzungsspezifische Rügen gegen den Squeeze Out-Beschluss können im Rahmen der Anfechtungsklage nicht vorgetragen werden. Diese betreffen gerade nicht die darzulegende Rechtswidrigkeit des Squeeze Out.

Im Falle eines erfolgreich durchlaufenen Freigabeverfahrens hinsichtlich des Squeeze Out-Beschlusses kann die Anfechtungsklage gegen den aufnehmenden Rechtsträger als Rechtsnachfolger fortgesetzt werden.¹¹⁹ Bei fortdauernden Gerichtsverfahren gilt über den Verweis in § 62 V 8 UmwG die Bestandsschutzregelung nach §§ 327e II, 319 VI 11 AktG, nach der Mängel des Squeeze Out-Beschlusses seine Durchführung unberührt lassen. Eine Rückabwicklung kann auch nicht im Wege der Naturalrestitution

¹¹⁴ § 62 V 3 UmwG i.V.m. § 62 III UmwG.

¹¹⁵ Näher hierzu *Bungert/Wettich*, a.a.O., 1500, 1502; *Austmann*, NZG 2011, 684, 687 f.

¹¹⁶ Näher hierzu *Bungert/Wettich*, DB 2010, 2545, 2546.

¹¹⁷ Dabei ist offen, ob die Aktien zunächst auf den Hauptaktionär über- und in der nächsten logischen Sekunde, nämlich mit Wirksamkeit der Verschmelzung, untergehen (so *Bungert/Wettich*, a.a.O., DB 2011, 1500, 1503 in Anschluss an *Neye/Kraft*, NZG 2011, 681, 683) oder ob die Aktien mit Wirksamwerden der Verschmelzung unmittelbar untergehen.

¹¹⁸ § 62 V 8 UmwG, §§ 327e II, 319 V 2, VI AktG.

¹¹⁹ Der Verlust der Aktionärsstellung infolge des Vollzugs eines Squeeze Out berührt nicht die Anfechtungsfugnis des Aktionärs. BGH v. 22.3.2011 – II ZR 229/09, NZG 2011, 669 = AG 2011, 518.

über einen Schadensersatzanspruch erlangt werden.¹²⁰

5. Fazit

Im Ergebnis ist die durch die Einführung des verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out's erfolgte Senkung der für ein Ausschlussverfahren erforderlichen Beteiligungshöhe schon wegen des niedrigeren Erpressungspotentials von Hedgefonds zu begrüßen. In Anbetracht der bestehenden Umgehungsmöglichkeiten stellt sich allerdings die Frage, ob es nicht konsequenter gewesen wäre, wenn der Gesetzgeber sich endlich dazu durchgerungen hätte, einfach die Höhe der notwendigen Beteiligung im aktienrechtlichen und übernahmerechtlichen Ausschlussverfahrens auf 90 % zu senken.

¹²⁰ Näher hierzu *Kiefner/Brügel*, Der umwandlungsrechtliche Squeeze-out, AG 2011, 525, 538 f.