

Leave Me Alone!

Neue rechtliche Regelungen beim Ausschluss von Minderheitsaktionären

Der Ausschluss von Minderheitsaktionären aus einer Aktiengesellschaft erlaubt es Mehrheitsaktionären, die Beteiligungsstruktur einer dominierten Tochtergesellschaft zu vereinfachen und damit erstens Kosten zu senken und zweitens die eigenen Gestaltungsspielräume zu erweitern. Erst im Juli 2011 hat beispielsweise IK Investment Partners, ehemals Industri Kapital, die Hansa Metallwerke AG per Squeezeout komplett übernommen. Das schwedische Private Equity-Haus hatte die Aktienmehrheit der Gesellschaft mit einem Umsatz von 210 Mio. EUR vor weniger als einem Jahr erworben.



Mit den seit Juli 2011 geltenden Gesetzesänderungen haben sich die Bedingungen für den Ausschluss von Minderheitsaktionären verändert.

Drei neue Optionen in zehn Jahren

Das Dritte Gesetz zur Änderung des Umwandlungsgesetzes vom 11. Juli 2011 ermöglicht den Ausschluss von Minderheitsaktionären nunmehr bereits mit einer Mehrheitsbeteiligung von 90%, wenn der Squeezeout im Zusammenhang mit einer Upstream-Verschmelzung erfolgt. Damit hat der Gesetzgeber Mehrheitsaktionären innerhalb von zehn Jahren eine dritte Möglichkeit eröffnet, die alleinige Verfügungsgewalt über ein Unternehmen zu erhalten, ohne den unattraktiven Weg eines Verkaufs aller Vermögensgegenstände gehen zu müssen.

Aktienrechtlicher Squeezeout

Seit 2002 kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft gemäß § 327a Aktiengesetz (AktG) auf Verlangen eines Aktionärs, dem mindestens Aktien in Höhe von 95% des Grundkapitals gehören, die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen eine angemessene (dem Marktwert entsprechende) Barabfindung beschließen. Mit Eintragung im Handelsregister werden die Aktien automatisch auf den Hauptaktionär übertragen. Die Angemessenheit der Vergütung kann gerichtlich überprüft werden, das sogenannte Freigabeverfahren hindert aber weder Eintragung noch Wirksamwerden des Minderheitenausschlusses. Ob ein Squeezeout auch zulässig ist, wenn eine GmbH mit dem Ziel des Ausschlusses in eine Aktiengesellschaft umgewandelt wurde, ist noch ungeklärt. In der Literatur wird dies überwiegend als eine missbräuchliche Gestaltung angesehen, insbesondere wenn die umgewandelte Aktiengesellschaft nach Ausschluss der Minderheitsaktionäre wieder in eine GmbH zurückverwandelt wird.

Übernahmerechtlicher Squeezeout

Ein Bieter, dem nach einem erfolgreichem öffentlichem Übernahmeangebot mindestens 95% des stimmberechtigten Grundkapitals der übernommenen Gesellschaft gehören, kann seit 2006 alternativ auch gemäß § 39a Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) verbleibende Minderheitsaktionäre ausschließen. Anders als beim aktienrechtlichen Squeezeout ist ein Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung nicht erforderlich. Der Ausschluss erfolgt vielmehr durch Beschluss des LG Frankfurt/Main, und zwar auf entsprechenden Antrag des Bieters, die übrigen stimmberechtigten Aktien gegen Gewährung einer angemessenen Abfindung zu übertragen. Beim übernahmerechtlichen Squeezeout ist der im Rahmen des Übernahmeangebots gezahlte Preis bindend, wenn der Bieter aufgrund dieses Angebots mindestens 90% des nicht bereits von ihm gehaltenen Grundkapitals erworben hat. In der Praxis ist der übernahmerechtliche Squeezeout allerdings nur selten zum Einsatz gekommen: Die Hürde, mindestens 90% der vom Angebot betroffenen Aktien im Rahmen des Übernahmeangebots auch tatsächlich erworben zu haben, hat sich als zu hoch erwiesen.

Verschmelzungsrechtlicher Squeezeout

Die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft kann gemäß dem neu in Kraft getretenen §§ 62 Abs. 5 Umwandlungsgesetz (UmwG) die Ausschließung der Minderheitsaktionäre gegen eine angemessene Barabfindung beschließen.

ßen, sofern dem Mehrheitsaktionär mindestens Aktien in Höhe von 90% des Grundkapitals der übertragenden Aktiengesellschaft gehören und der Beschluss im Zusammenhang mit der Upstream-Verschmelzung auf den Mehrheitsaktionär erfolgt. Der Hauptversammlungsbeschluss muss innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrages erfolgen. Auch bei dem verschmelzungsrechtlichen Squeezeout können die Minderheitsaktionäre die Angemessenheit der Barabfindung überprüfen lassen. Der verschmelzungsrechtliche Squeezeout wird mit Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister der übernehmenden Gesellschaft wirksam.

Mögliche Umwege für einen Squeezeout

Der Anwendungsbereich des verschmelzungsrechtlichen Squeezeouts ist gegenüber dem aktienrechtlichen Squeezeout enger, weil der übernehmende Mehrheitsaktionär selbst eine Aktiengesellschaft, KGaA oder Societas Europaea (SE) mit Sitz im Inland sein muss. Sofern im Rahmen von Buyouts Akquisitionsvehikel zum Einsatz kommen, bietet es sich daher an, gleich eine Aktiengesellschaft als Erwerber zu nutzen. Aber auch nachträglich könnte sich die gewünschte Struktur möglicherweise herstellen lassen: Sofern der Mehrheitsaktionär keine AG, KGaA oder SE ist, könnte der Mehrheitsaktionär die Aktien an der zu verschmelzenden Aktiengesellschaft auf eine von ihm kontrollierte Aktiengesellschaft als Zwischenholding übertragen, um sodann die Minderheitsaktionäre auszuschließen und die beiden Aktiengesellschaften zu verschmelzen. Eine GmbH könnte zu diesem Zweck auch in eine AG umgewandelt werden. Die Möglichkeit der Einschaltung einer AG-Zwischenholding kommt möglicherweise auch dann in Betracht, wenn der Mehrheitsaktionär zwar eine Aktiengesellschaft ist, eine Verschmelzung aber aus anderen Gründen nicht erfolgen soll. Allerdings ist nicht ausgeschlossen, dass auch derartige Gestaltungen als missbräuchlich eingestuft werden.

Geringe Erfolgsaussichten von Einwänden

Verfassungsrechtliche Einwände werden voraussichtlich keinen Erfolg haben. Das Bundesverfassungsgericht (BVerfG) hat bereits im Jahr 2007 entschieden, dass ein Squeezeout verfassungsgemäß ist, weil ein Minderheitsaktionär, dem maximal Aktien in Höhe von 5% des Grundkapitals gehören, keinerlei Einfluss auf die Geschäftsführung der Gesellschaft nehmen kann, so dass seine

Beteiligung eher den Charakter einer Kapitalanlage hat. Entscheidend war für das BVerfG demgegenüber, dass die Vermögensinteressen der Minderheit verfahrensrechtlich ausreichend geschützt sind. Eine Minderheit von 10% hat gegenüber einer Minderheit von 5% jedoch nur wenige zusätzliche Vetorechte, so dass das BVerfG den verschmelzungsrechtlichen Squeezeout nicht anders bewerten wird als den aktienrechtlichen.

Fazit:

Die Änderung des Umwandlungsgesetzes eröffnet Mehrheitsaktionären eine weitere Möglichkeit, die alleinige Verfügungsgewalt über eine Aktiengesellschaft zu erhalten. Anders als beim aktienrechtlichen und dem übernahmerechtlichen Squeezeout reicht beim verschmelzungsrechtlichen Squeezeout bereits eine Aktienmehrheit von 90% für den Ausschluss der Aktienminderheit. Der Anwendungsbereich zwischen aktienrechtlichem und verschmelzungsrechtlichem Squeezeout könnte dabei in Zukunft verwischen, wenn im Rahmen des verschmelzungsrechtlichen Squeezeouts durch die vorübergehende Schaffung einer Zwischenholding als aufnehmender Aktiengesellschaft ohne Missbrauch der Konzernzustand hergestellt werden kann, der auch im Anschluss an den aktienrechtlichen Squeezeout bestanden hätte. ■

Zum Autor



Dr. Martin Kock ist Rechtsanwalt und als Attorney-at-Law auch in Kalifornien zugelassen. Als Partner im Münchener Büro von Jones Day ist er fokussiert auf die Beratungsschwerpunkte M&A, Venture Capital und Private Equity und berät insbesondere deutsche und ausländische Finanzinvestoren. Jones Day ist eine weltweit führende Anwaltssozietät mit acht Büros in Europa sowie weiteren 27 Büros in Nord- und Mittelamerika sowie Asien.