

1. Problemstellung

Seit dem 1. Januar 2002 ermöglichen die §§ 327a - 327f AktG das Herausdrängen von Minderheitsaktionären aus einer Aktiengesellschaft gegen Barabfindung. Inzwischen haben mehr als 200 Hauptaktionäre von börsennotierten deutschen Zielgesellschaften von der Option des Squeeze-out Gebrauch gemacht. Der Grund für die Einführung einer gesetzlichen Ausschlussmöglichkeit war zum einen rechtsvergleichender Natur, um auf europäischer Ebene eine Annäherung an die verschiedenen Regelungen der Nachbarstaaten zu erreichen. Zum anderen hat der Gesetzgeber mit dem neuen Rechtsinstitut Interessen der Wirtschaft nachgegeben, die in der Teilhabe von Restaktionären einen erheblichen kostspieligen Formalaufwand sehen, der in einem ökonomischen Missverhältnis zur Größe des Splitterbesitzes stehe und in den Normen des Minderheitenschutzes begründet liege. Auch in der Literatur wird das Kostenargument als Motiv für einen Börsenrückzug angeführt, jedoch regelmäßig ohne den Versuch einer Quantifizierung und ohne empirischen Nachweis. Darüber hinaus weist der Gesetzgeber auf den Missbrauch von Anfechtungsklagen hin, die den Hauptaktionär von der Umsetzung wichtiger Strukturmaßnahmen abhalten und ihn zu finanziellen Zugeständnissen, d.h. zur Zahlung von Lästigkeitsprämien veranlassen sollen.

Aus Sicht der Agency-Theorie existieren für einen Großaktionär opportunistische Anreize, private Kontrollerträge aus der Substanz eines Unternehmens zu Lasten von Minderheitsaktionären zu konsumieren. Dies gelingt ihm, indem er die Kontrolle über die Gesellschaft erlangt und sich die Durchsetzung seiner Interessen durch Bestellung von Vorstand und Aufsichtsrat institutionalisieren lässt. Da die um angefallene Kosten reduzierten Kontrollerträge des Hauptaktionärs die Nutzenverluste der Minderheitsaktionäre nicht kompensieren können, entsteht eine Situation wirtschaftlicher Ineffizienz. Zur Vermeidung von Wohlfahrtsverlusten müssen Anreiz- und Eigentümerstrukturen gefunden werden, die eine Internalisierung der Wertverluste gewährleisten. Bei einem Squeeze-out und der Konzentration sämtlicher Anteile auf einen Hauptaktionär ist dies möglich. Für den Hauptaktionär bestehen insoweit bereits aufgrund der Option für einen Minderheitenausschluss Anreize, die nötige Beteiligung i.H.v. mindestens 95 % des Grundkapitals zu erreichen und in der Folge das Squeeze-out zu vollziehen. Der Anreizeffekt steht allerdings unter der Bedingung, dass der Hauptaktionär wertsteigernde Maßnahmen hinsichtlich einer Veränderung der Eigentümer- und Kapitalstruktur durchführen kann, deren Realisierung ihm bei der Existenz von Minderheitsaktionären verunmöglicht ist, oder aber, dass durch den Ausschluss signifikante Kosteneinsparungen für das Unternehmen zu verwirklichen sind. Eine Einsparung dieser sog. indirekten und direkten Minderheitenkosten würde zu einer Effizienzsteigerung und damit zu einer Erhöhung des Unternehmenswerts führen.

Mit dem alleinigen Wissen um eine Effizienzsteigerung ließe sich das Bestehen der §§ 327a - 327f AktG nicht rechtfertigen, da der Zugewinn an Effizienz nur die notwendige Bedingung für den Ausschluss der Restaktionäre darstellt. Zur Erfüllung der hinreichenden Bedingung ist die Squeeze-out-Regelung in einem zweiten Schritt im Sinne der Paretoeffizienz danach zu überprüfen, ob alle Anteilseigner an der Wertsteigerung partizipieren. Die Erfüllung der beiden Bedingungen steht unter der eigentumsrechtlichen Prämisse des Art. 14 Abs. 1 GG, wonach die gesamte Höhe der Abfindung einer wirtschaftlich vollen Entschädigung zum „wahren“ anteiligen Unternehmenswert entsprechen muss. Die bewusste Übervorteilung einer Vertragspartei ist nicht statthaft.

2. Zielsetzung und Hypothesen der Untersuchung

Im Kern der Arbeit steht die Frage, ob und in welcher Höhe das Squeeze-out in Deutschland zu einer Steigerung des Unternehmenswerts der betroffenen Zielgesellschaft führt und falls ja, inwieweit Minderheitsaktionäre an dieser Wertsteigerung teilhaben, d.h. inwieweit sie eine angemessene Entschädigung für die Abtretung ihrer Aktien erhalten. Im Rahmen der Fragestellung wird insbesondere folgender Hypothesenkomplex überprüft:

1. Das Squeeze-out führt zu einer Effizienzsteigerung, die den Unternehmenswert der Zielgesellschaft um mehrere Mio. EUR erhöht.

2. Dies gelingt dem Hauptaktionär dadurch, dass er (a) wertsteigernde Maßnahmen durchführen kann, die bei der Existenz von Minderheitsaktionären nicht zu realisieren wären (Einsparung indirekter Minderheitenkosten), und dadurch, dass er (b) der Zielgesellschaft erhebliche finanzielle Belastungen ersparen kann (Einsparung direkter Minderheitenkosten).
3. Die Unternehmensbewertungsgutachten für die Bestimmung der angemessenen Barabfindung gehen von unzureichenden Grundsätzen bei der Ableitung des objektivierten Unternehmenswerts aus. Minderheitsaktionäre partizipieren nicht an der Effizienz- und Unternehmenswertsteigerung durch das Squeeze-out.
4. Bei der Festlegung zentraler Bewertungsparameter weisen die Bewertungsgutachten häufig methodische Fehler und Inkonsistenzen auf.
5. Die angebotene und möglicherweise gerichtlich nachgebesserte Barabfindung fällt für Minderheitsaktionäre regelmäßig und systematisch zu niedrig aus.

Daneben ist die Arbeit der Frage gewidmet, inwieweit sich Zielgesellschaften nach bestimmten Kriterien typisieren lassen und welche Verfahrensaspekte im Rahmen des Squeeze-out auszumachen sind. Die empirische Aufarbeitung gibt Aufschluss darüber, welche Unternehmen typischerweise das Ziel von Minderheitenausschlüssen sind. Der statistische Überblick hilft, eine empirische Lücke in der wissenschaftlichen Auseinandersetzung mit dem Thema Squeeze-out zu schließen und dient gleichzeitig der Verhältnisbildung zwischen einzelnen Items im Verlauf der Untersuchung.

3. Methodische Vorgehensweise

Den Gegenstand der Untersuchung bilden sämtliche börsennotierte deutsche Zielgesellschaften, für die bis zum 31. Dezember 2004 ein Squeeze-out durchgeführt wurde oder aber das Verfahren durch Bekanntgabe eines entsprechenden Tagesordnungspunktes für die beschlussfassende Hauptversammlung unmittelbar vor der Umsetzung stand. Die Grundgesamtheit beträgt 150 Zielgesellschaften. Die Einschränkung des Untersuchungszeitraums auf die Jahre 2002-2004 gewährleistet einerseits eine ausreichend robuste Datengrundlage, die nach einheitlichen Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen beurteilt werden kann (Standard-CAPM), und andererseits einen nachgelagerten zeitlichen Rahmen, der groß genug ist, um nach Abschluss der Minderheitenausschlüsse Ergebnisse aus bereits beendeten Spruchverfahren untersuchen zu können. Die Basis der Analyse bilden die Ergebnisse einer Fragebogenuntersuchung, die in verschiedenen Erhebungszeitpunkten unter Mithilfe der KPMG DTG AG bei den Entscheidungsträgern der Hauptaktionäre durchgeführt wurde. Die Rücklaufquote beträgt inklusive Nachfaßaktion hohe 69,3 %. Ein Teil des relevanten Datenmaterials wurde aus alternativen Quellen recherchiert (300 Gutachten- und Prüfungsberichte, Bloomberg, Legios, Factiva u.v.m.).

4. Auswertung

Die Datenauswertung erfolgte unter Verwendung des Statistikprogramms SPSS. Als Messniveaus dienten nominale, ordinale und metrische Skalen. Auf univariater Untersuchungsebene wurden zur einfachen Häufigkeitsanalyse das arithmetische Mittel und die Standardabweichung verwendet. Daneben kamen der Quartilsabstand und der Variationskoeffizient sowie der Median zur Anwendung. Auf bivariater Ebene erfolgten Analysen auf der Basis von Kreuztabellierungen. Die Korrelationsanalyse erfolgte unter Verwendung der Koeffizienten nach Bravais-Pearson, Spearman-Rho und Kendall-Tau-b. In Bezug auf die Signifikanz der Zusammenhänge wurden 2-seitige Wahrscheinlichkeiten (mit Irrtumswahrscheinlichkeiten in Höhe von 0,05 und 0,01) und parametrische Testverfahren (t-Test) gewählt.

5. Ergebnisse

1. Mit dem Nettobarwert des Squeeze-out wurde erstmals eine Nachsteuer-Kennzahl für die Einsparung direkter Kosten entwickelt, die die Höhe des ökonomischen Vorteils quantifiziert. Ein

positiver Trennungseffekt aus der Einsparung direkter Minderheitenkosten ist in allen Fällen nachzuweisen. Der Barwert der wiederkehrenden Beschlussfassungs- und Publizitätskosten auf der Ebene der Zielgesellschaft abzüglich der einmaligen Ausschlusskosten auf der Ebene des Hauptaktionärs liegt nach betrieblichen und persönlichen Steuern in einer Spannweite zwischen 0,1 Mio. EUR und 38,6 Mio. EUR und in der mittleren Hälfte zwischen 0,9 Mio. EUR und 4,5 Mio. EUR

2. Hinsichtlich der in monetärer Hinsicht quantifizierbaren Größen ist nicht für alle Unternehmen eine Effizienzsteigerung nachzuweisen, die den Wert der Zielgesellschaft im Bereich mehrerer Mio. EUR erhöht. In 13 % der Fälle beträgt sie weniger als 0,5 Mio. EUR. Der gesamte Trennungseffekt ist allerdings höher einzuschätzen. Die Ergebnisse zeigen, dass Hauptaktionäre der Einsparung indirekter Minderheitenkosten eine vergleichsweise größere Relevanz einräumen als der Einsparung direkter Minderheitenkosten. So maßen die Hauptaktionäre den einsparungsfähigen Beschlussfassungs- und Publizitätskosten nur in 16 % und in 13 % der Fälle eine ausschlaggebende Bedeutung bei. Das Argument einer vollständigen Integration der Zielgesellschaft in den Unternehmensverbund und damit das effiziente Ausnutzen von Synergiepotentialen wurde dagegen in 47 % der Fälle mit der Ausprägung ausschlaggebend beurteilt. Die erhöhte Transaktionssicherheit, gesellschaftsrechtliche und strukturelle Maßnahmen reibungslos vollziehen zu können, erreichte mit 27 % ebenfalls einen hohen Wert, gefolgt von dem Zugewinn an Flexibilität, Geschäftschancen schnell und ohne Einberufung einer Publikums-Hauptversammlung wahrnehmen zu können (24 %). Operative Nachteile durch indirekte Ausschlusskosten werden im Grunde nicht erwartet. Je höher die Gesellschaft kapitalisiert ist und je mehr sie im Blickpunkt der Anleger steht, desto wichtiger ist dem Hauptaktionär tendenziell eine erhöhte Transaktionssicherheit. Bei gering kapitalisierten Zielgesellschaften stehen vor allem unmittelbare Einsparpotentiale sowie direkte Ausschlusskosten und außerordentliche Kosten aufgrund von Klagen und Spruchverfahren im Vordergrund.
3. Von den indirekten Minderheitenkosten sind Maßnahmen zu unterscheiden, die zwar den Unternehmenswert erhöhen, deren Realisation aber nicht zwingend von einem Ausschluss der Restaktionäre abhängt. Die hohe Priorität für die indirekten Minderheitskosten ist ebenso Ausdruck einer asymmetrischen Gewinnverteilung zugunsten der Hauptaktionäre und deren rational opportunistischen Verhaltens, wertsteigernde Maßnahmen ohne Partizipation von Minderheitsaktionären realisieren zu wollen.
4. Der Nettobarwert des Squeeze-out ist ein direkter Trennungseffekt, der eine aufteilungsfähige Grenzpreisdifferenz zwischen Hauptaktionär und Minderheitsaktionären darstellt, die in der Praxis der objektivierten Unternehmensbewertung zu Unrecht missachtet wird. Die Bewertungspraxis unterscheidet zwischen echten und unechten Synergieeffekten. Unechte Synergieeffekte, die sich ohne Berücksichtigung der Auswirkungen aus dem Bewertungsanlass oder mit einer nahezu beliebigen Zahl von Partnern realisieren lassen, werden berücksichtigt, soweit deren zugrunde liegenden Maßnahmen eingeleitet oder in der Unternehmensplanung dokumentiert sind. Echte Synergieeffekte ergeben sich hingegen direkt unter Berücksichtigung der Auswirkungen aus dem Bewertungsanlass. Sie bleiben in der Gutachterpraxis der typisierten Unternehmenswertermittlung unbeachtet. Eine anteilsproportionale Berücksichtigung würde zu Abfindungsmehrbeträgen pro Aktie im Vergleich zu den Wertgutachten zwischen 0 % und 34 % führen. In 43 % der Fälle würden sich daraus prozentuale Mehrbeträge auf die angebotene Barabfindung ableiten, die zwischen 0 % und 25 % und in der mittleren Hälfte zwischen 0 % und 4 % liegen. Von einer verhandlungersatzmodellierten Aufteilung des Trennungseffekts ist abzusehen. Hauptaktionäre würden andernfalls unter gleichen Voraussetzungen ungleich behandelt und einen Anteil am Trennungseffekt erhalten, der ihrem proportionalen Anteil am Grundkapital nicht entspricht.
5. Die Ergebnisse aus der Typisierung der Zielgesellschaften und den Verfahrensaspekten im Rahmen der Beschlussfassung geben Hinweise auf eine strukturelle Unterbewertung zahlreicher Zielgesellschaften. Die Analyse der Historie der Zielgesellschaften zeigt in der überwiegenden Mehrheit über viele Jahre gewachsene Anteilsbesitze. Dies eröffnet einem Hauptakti-

onär die Möglichkeit, Strukturen zu institutionalisieren, die das Konsumieren privater Kontrollerträge erleichtern. Gleichzeitig bleibt dem Kapitalmarkt ausreichend Zeit, das Verhalten des Hauptaktionärs zu antizipieren und zu bewerten. Die überwiegende Mehrheit der Hauptaktionäre war weder auf eigene Erwerbe noch auf Aktienrückkäufe auf der Ebene der Zielgesellschaft für ein Erreichen der 95 %-Schwelle in unmittelbarer zeitlicher Nähe vor der Umsetzung der Transaktion angewiesen. Insoweit entspricht es dem rationalen Verhalten eines Hauptaktionärs, das Squeeze-out-Verfahren gerade in den Jahren der Baisse und nach historischen Kursverlusten an den Aktienmärkten anzustrengen. Der Hauptaktionär allein entscheidet über den Zeitpunkt der Durchführung eines Minderheitenausschlusses. Unter der Annahme einer asymmetrischen Informationsverteilung dergestalt, dass für einen Hauptaktionär weniger Unsicherheit über den tatsächlichen Unternehmenswert besteht als für den außenstehenden Minderheitsaktionär, wird er ein Squeeze-out dann anstrengen, wenn er die Zielgesellschaft für unterbewertet hält. Diesen Informationsvorteil als Insider wird er gleichfalls auszuspielen versuchen, wenn es um die Darstellung der zukünftigen Ertragslage in Planungs- und Prognosesrechnungen geht. Faktisch ist er in der Lage, sowohl auf die Rechnungslegung als auch auf die Informationspolitik der Zielgesellschaft Einfluss zu nehmen.

6. Hauptaktionäre schätzen den Wert an ihrer Zielgesellschaft regelmäßig höher ein als dieser in objektivierte Unternehmenswerten zum Ausdruck kommt. Eine Untersuchung der den Minderheitenausschlüssen vorausgehenden Übernahme- oder Kaufangeboten, deren Ende der Annahmefrist nicht länger als ein Jahr vor der Ankündigung des Squeeze-out liegt und deren Angebot ausschließlich auf einer Barabfindung und nicht auf einer Aktientauschkomponente basiert, zeigt, dass die Gegenleistung Hinweise auf die Höhe einer Mindestabfindung gibt, die in 70 % der Fälle in den für den Minderheitenausschluss ermittelten objektivierten Unternehmenswerten nur unzureichend abgebildet scheint. In 23 % der Fälle unterschreiten Abfindungsangebote gem. § 327b AktG das vorausgehende Übernahme- oder Kaufangebot. In zeitlicher Nähe vereinbarte börsliche und außerbörsliche Erwerbspreise sollten im Rahmen der Bemessung der Barabfindung gem. § 327b AktG berücksichtigt werden. Sie geben Hinweise auf den wahren Wert an der Zielgesellschaft, den der Käufer nicht bezahlt hätte, würde er diesen nicht als gerechtfertigt erachten.
7. Nach Rechtsprechung des BVerfG ist es mit dem Schutz am Eigentum nicht zu vereinbaren, bei der Bemessung der Abfindung den Börsenkurs der Aktien außer Betracht zu lassen. Er ist als Untergrenze der Abfindung anzusetzen, wenn er dem Verkehrswert entspricht, der einer freiwilligen Desinvestitionsentscheidung gleichkommt. Von einer Marktenge geht das BVerfG aus, wenn es für einzelne Minderheitsaktionäre völlig unmöglich gewesen wäre, den Börsenkurs zu realisieren. Ohne Kriterien zu nennen, erklärt der BGH implizit einen Börsenkurs für relevant, wenn ein Handel an jedem zweiten Börsentag zustande gekommen ist. Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz verlangt eine nicht sprunghafte Handelshäufigkeit an zumindest jedem dritten Börsentag. Bei der Beurteilung der Verkehrswerteigenschaft verhält sich die Bewertungspraxis inkonsistent. In 27 % der Fälle, in denen die Verkehrswerteigenschaft versagt wurde, liegt die Handelshäufigkeit oberhalb der Grenze gem. § 5 Abs. 4 WpÜG-AV. In 13 % der Fälle, in denen die Verkehrswerteigenschaft bestätigt wurde, liegt sie dagegen darunter. Im Zweifel sollte von einem vorhandenen Verkehrswert ausgegangen werden.
8. Das BVerfG lässt im Grunde offen, wie der für die Abfindung der Minderheitsaktionäre relevante Börsenkurs zu ermitteln ist. Es billigt sowohl einen Durchschnittskurs in einem Zeitraum vor der beschlussfassenden Hauptversammlung als auch einen Durchschnittskurs im Vorfeld der Bekanntgabe der Transaktion, solange der Durchschnittskurs die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigt. Der BGH befindet dagegen einen dreimonatigen Durchschnittskurs vor Durchführung der Hauptversammlung als maßgeblich. Das Schrifttum lehnt diesen Endzeitpunkt angesichts der Manipulationsproblematik des Aktienkurses überwiegend ab. In Übereinkunft mit dem Kapitalmarktrecht ist der volumengewichtete Durchschnittskurs zu befürworten, der sich in einem Zeitraum von drei Monaten vor der Ankündigung des Squeeze-out in der Form eines Be-

schlussfassungsverlangens ausgebildet hat. Dieser Referenzzeitraum wurde in 58 % der Squeeze-out-Fälle gewählt.

9. Im Rahmen der Ertragswertermittlung sind die zukünftigen finanziellen Überschüsse mit Unsicherheiten behaftet, die sich die Marktteilnehmer durch einen Zuschlag von Risikoprämien auf den Basiszinssatz abgelten lassen. In 79 % der Fälle erfolgte deren Ermittlung kapitalmarktorientiert auf der Basis des CAPM. Während die Bewertungspraxis die berufsständischen Vorgaben bei der Festlegung des Basiszinssatzes und der Marktrisikoprämie weitestgehend einhellig umsetzt, ist insbesondere bei der Festlegung des Beta-Faktors eine inkonsistente und intransparente Vorgehensweise festzustellen. Dies betrifft sowohl die Methodenwahl als auch die Festlegung einzelner Wahlparameter. Nur in 20 % der Fälle erfolgte eine Ableitung aus der Korrelation der Aktienrendite der Zielgesellschaft zu einem Aktienindex. In 65 % der Fälle wurde der Beta-Faktor aus einer Vergleichsgruppe börsennotierter Unternehmen abgeleitet. Angaben über die Länge der Schätzperiode, das relevante Zeitintervall, die Wahl des Vergleichsindex sowie die Verwendung historischer oder adjustierter Beta-Faktoren sind in 80 % bis 90 % der Fälle unterblieben. Eine Umrechnung der Beta-Faktoren in fiktive Beta-Faktoren unverschuldeter Unternehmen („unlevering“) wurde informationsgemäß zumindest in 22 % der Fälle nachweislich und in 19 % der Fälle ohne eine Angabe von Gründen unterlassen. Nur in der Hälfte der Bewertungsfälle kann aus den Angaben der Gutachten- und Prüfungsberichte geschlossen werden, dass eine abschließende Beta-Adjustierung an das Kapitalstrukturrisiko der Zielgesellschaft erfolgte. Um das Vertrauen in die Arbeit des Berufsstands zu erhöhen und gleichzeitig das Squeeze-out-Verfahren effizienter zu gestalten, muss sowohl eine konsistente, methodisch saubere als auch transparente Vorgehensweise bei der Festlegung des Kapitalisierungszinssatzes gewährleistet sein. Für die Prognosephase beträgt das arithmetische Mittel des nachhaltigen Kapitalisierungszinssatzes nach Steuern 5,5 % und entspricht in etwa der Lage des Medianwerts.
10. Das Squeeze-out stellt für die Minderheitsaktionäre tendenziell die günstigste Verhaltensoption des Hauptaktionärs dar. Solange der Hauptaktionär jederzeit einen Minderheitenausschluss durchführen kann, eskomptiert der Börsenkurs keine Verwendungsalternativen des Gesellschaftsvermögens, bei denen der anteilig zu erwartende Ausschüttungsstrom einen höheren Wert besitzt als die im Rahmen des Squeeze-out gewährte Barabfindung. Die Ankündigung eines Squeeze-out führt zu einem positiven Ankündigungseffekt, dessen marktwertgewichtete durchschnittliche Überrendite 6 % beträgt. Eine Überrendite gegenüber dem Gesamtmarkt ist in 79 % der Fälle auszumachen.
11. Eine positive Abfindungsprämie auf den Börsenkurs ist in 70 % der Fälle auszumachen. Je nachdem, ob die öffentliche Ankündigung des Squeeze-out in der Form eines Beschlussfassungsverlangens vor der Bekanntgabe der Höhe der Barabfindung oder zeitgleich mit dieser erfolgte, beträgt sie im marktwertgewichteten Mittel 14 % oder 2 %. Abfindungsprämien sind kein Beweis für die Angemessenheit einer Barabfindung, da die Zielgesellschaften häufig strukturell unterbewertet sind.
12. Erwartungen auf eine künftige Nachbesserung preist der Kapitalmarkt in die Börsenkurse nach dem Ereignisdatum ein. Der volumengewichtete Durchschnittskurs der unmittelbar nach dem vierzigsten Börsentag nach der Bekanntgabe der Höhe der Abfindung liegenden drei Börsentage, an denen ein Umsatz in der Aktie zustande gekommen ist, übersteigt den angebotenen Barabfindungsbetrag im arithmetischen Mittel um 12 %. Im marktwertgewichteten Mittel ist ein nur geringer Aufschlag i.H.v. 3 % auszumachen.
13. Gegen 44 % der Übertragungsbeschlüsse strengten Minderheiten Anfechtungsklagen an. Während im Jahr 2002 19 % der Squeeze-outs betroffen waren, erhöhte sich der Anteil im Jahr 2003 auf 63 %, im Jahr 2004 auf 90 % und im Jahr 2005 auf 100 %. In der Mehrzahl der Fälle schlossen die verfahrensbeteiligten Parteien einen Vergleich zur Beendigung des Rechtsstreits. Im Vergleich zu der ursprünglich angebotenen Barabfindung führten die Prozessvergleiche, unbeachtlich weiterer Vereinbarungen, auf Abfindungsergänzungen in einem nachgelagerten

Spruchverfahren zu verzichten, zu Nachbesserungen in einer Spannweite zwischen 0 % und 99 % und in der mittleren Hälfte zwischen 8 % und 24 %. Im Durchschnitt konnte ein Vergleich 318 Tage nach der beschlussfassenden Hauptversammlung in das Handelsregister eingetragen werden.

14. In 99 % der Fälle wurde ein Spruchverfahren eingeleitet, um die Angemessenheit der angebotenen Abfindung gerichtlich überprüfen zu lassen. Die Verfahren sind mit Stand 01. November 2007 in 72 % der Fälle anhängig und in 27 % der Fälle abgeschlossen. Von den abgeschlossenen Verfahren endeten 77,5 % mit einem gerichtlichen Vergleich und 22,5 % mit einer gerichtlichen Entscheidung. Während die gerichtlichen Entscheidungen in sechs Fällen zu keiner Höherfestsetzung der Abfindung führten, konnten die Antragsteller bei allen gerichtlichen Vergleichen Nachbesserungen zwischen 8 % und 400 % auf die ursprünglich angebotene Barabfindung erwirken. Im arithmetischen Mittel aller Verfahrensausgänge beträgt die Nachbesserung 34 %. Die mittlere Hälfte der Daten liegt zwischen 12 % und 38 %. Der marktwertgewichtete Mittelwert beträgt 25 %. Die Zeitdauer zwischen der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister und dem Datum der Bekanntmachung über die Beendigung des Spruchverfahrens beträgt im Durchschnitt 789 Tage und entspricht in etwa der Lage des Medians.
15. Bei Nachbesserungen der Barabfindung auf der Grundlage von beendeten Verfahren werden die Kriterien und Berechnungsmethoden für diesen Schritt regelmäßig nicht öffentlich publiziert. Die Erwägungen zu einem solchen Schritt im Wege eines gegenseitigen Nachgebens sind wirtschaftlicher und prozessökonomischer Natur, um einen langwierigen und kostenintensiven Rechtsstreit mit ungewissem Verfahrensausgang zu beenden, ohne dabei die eigenen Standpunkte unterschiedlicher Rechtsauffassungen aufzugeben.
16. Die angebotene Barabfindung fällt für den Minderheitsaktionär bisweilen systematisch zu niedrig aus. Verbesserungsbedarf besteht hinsichtlich der Grundsätze und der Vorgehensweise bei der Ableitung des objektivierten Unternehmenswerts sowie bei der Festlegung des relevanten Verkehrswerts der Aktie. Gleichwohl ist über eine deduktive Herangehensweise festzustellen, dass die im Rahmen der empirischen Untersuchung als unzureichend eingestuft angebotenen Abfindungen durch beendete Anfechtungsklagen und Spruchverfahren in einem solchen Ausmaß nachgebessert wurden, dass die festgestellte Inadäquanz als kompensiert zu betrachten ist. Unter Beachtung der untersuchten Kriterien und des aktuellen Verfahrensstands wurden die Minderheitsaktionäre erst durch den Instanzenzug zu fairen Konditionen abgefunden. Die bestehenden Regelungen der §§ 327a - 327f AktG sind ökonomisch zu rechtfertigen. Sie stellen ein effektives Mittel dar, das den Interessen aller Aktionäre gerecht wird. Die Effizienz des Verfahrens gilt es zu verbessern. Es muss nach Lösungsmöglichkeiten gesucht werden, um bestehende Informationsasymmetrien zwischen Hauptaktionär und Minderheitsaktionären abzubauen. Die Grenzpreise der Parteien, innerhalb derer ein potentieller Einigungsbereich und damit ein angemessener Abfindungspreis liegt, müssen transparent gemacht und in die Bemessung der Abfindung einbezogen werden.

Die Arbeit ist in der Schriftenreihe Finanz- und Rechnungswesen, Band 5, hrsg. von Dirk Hachmeister/Hans Hirth/Stefan Rammert/Matthias Schmidt, Nomos-Verlag, Baden-Baden, unter dem Titel „Squeeze-out in Deutschland“, ISBN 978-3-8329-3297-8, erschienen.

Darüber hinaus ist als Veröffentlichung aus der Arbeit erschienen: Die Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen und Synergieeffekten bei der Abfindung von Minderheitsaktionären, in: FB, 10. Jg. (2008) 2, S. 114-125.