

Inhaltsübersicht

A. Einleitung	1
I. Untersuchungsstand und Untersuchungsaufgabe	1
II. Terminologie	2
III. Art. 15 ÜbRL und §§ 39a, 39b WpÜG: Squeeze-Out	2
1. Begriff	2
2. Sinn und Zweck des Squeeze-Out	4
3. Rechtsnatur	6
4. Entstehung des übernahmerechtlichen Squeeze-Out	8
B. Übernahmerechtlicher Squeeze-Out: Ausschlussvoraussetzungen	19
I. Bieter und Zielgesellschaft	19
II. Vorausgehendes Übernahmeangebot nach dem WpÜG	21
1. Erweiterung des Anwendungsbereiches auf Aufstockungsangebote	21
2. Zwingendes öffentliches Angebot	26
III. Erforderliche Beteiligungshöhe	27
1. Ausgestaltung der Ausschlussvoraussetzungen	27
2. Erreichen der 95%-Schwelle	43
C. Abfindung der auszuschließenden Aktionäre	68
I. Art der Abfindung	68
II. Höhe der Abfindung	71
1. Keine unmittelbaren gesetzlichen Vorgaben	71
2. Marktmechanismus und unwiderleglichen Vermutung	73
III. Analyse der Folgekonstellationen und Bewertungsgrundsätze	139
1. Angemessenheitsvermutung wird nicht entkräftet	140
2. Angemessenheitsvermutung wird widerlegt	140
3. Erforderliche Annahmequote wird nicht erreicht	151
IV. Maßnahmen zum Erreichen der Annahmequote und Berechnung	152
D. Ausschlussfrist, Vorrang der §§ 39a f. WpÜG und kurze Zusammenfassung der Ausschlussvoraussetzungen	155
I. Ausschlussfrist	155
1. Fristbeginn	155
2. Antragstellung schon vor Vollzug des Angebots möglich	157
II. Vorrang des übernahmerechtlichen Squeeze-Out vor den §§ 327a ff. AktG	158
III. Kurze Zusammenfassung der Ergebnisse in den Teilen B, C und D	161

E. Ausschlussverfahren	163
I. Keine Vorgaben in der Übernahmerrichtlinie.....	163
II. Abkehr vom tradierten aktienrechtlichen System	164
1. Überblick über das Ausschlussverfahren	164
2. Ablehnung alternativer Verfahrensgestaltungen	165
III. Übertragung durch Gerichtsbeschluss – Verfahrensgang.....	172
1. Zuständigkeit des Gerichtsstandorts Frankfurt am Main	172
2. Verfahrensgrundsätze.....	173
3. Einleitung des Verfahrens, Form und Frist	175
4. Verfahrenseinleitung ohne wesentliche Mitwirkung der Zielgesellschaft	175
5. Antragstellung auf Ausschlussverlangen vor dem LG Frankfurt a.M.....	188
6. Durchführung des Ausschlussverfahrens	202
7. Beschwerdeverfahren vor dem Oberlandesgericht.....	210
8. Rechtsfolge der gerichtlichen Entscheidung	214
F. Erstes Verfahren nach §§ 39a, 39b WpÜG: Schuler AG und Nord LB	221
I. Verfahren um die Schuler AG	221
1. Sachverhalt	221
2. Verfahren.....	222
3. Bewertung	222
II. Verfahren um die Nord LB	223
1. Sachverhalt	223
2. Bewertung	224
G. Schluss.....	225
I. Kurze Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	225
II. Fazit.....	228
H. Anhang.....	231
I. Ausgestaltung der §§ 39a, 39b WpÜG nach hier vertretener Auffassung.....	231
II. Datentabelle für die empirische Studie	233
I. Literaturverzeichnis.....	239
J. Abkürzungsverzeichnis	264

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	1
I. Untersuchungsstand und Untersuchungsaufgabe	1
II. Terminologie	2
III. Art. 15 ÜbRL und §§ 39a, 39b WpÜG: Squeeze-Out	2
1. Begriff	2
2. Sinn und Zweck des Squeeze-Out	4
3. Rechtsnatur	6
4. Entstehung des übernahmerechtlichen Squeeze-Out	8
a) Die europäische Übernahmerrichtlinie	8
aa) Gesetzgebungsverfahren	8
bb) Mindest- und Maximalstandards	11
b) Das Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetz	12
aa) Umsetzung im WpÜG statt Modifikation der §§ 327a ff. AktG	14
a) Kurze Darstellung der §§ 327a ff. AktG	14
β) Kurze Darstellung der §§ 39a, 39b WpÜG	15
γ) Notwendigkeit eines eigenständigen Ausschlussverfahrens	15
bb) Erwägungen und Ziele des Gesetzgebers	17
B. Übernahmerechtlicher Squeeze-Out: Ausschlussvoraussetzungen	19
I. Bieter und Zielgesellschaft	19
II. Vorausgehendes Übernahmeangebot nach dem WpÜG	21
1. Erweiterung des Anwendungsbereiches auf Aufstockungsangebote	21
2. Zwingendes öffentliches Angebot	26
III. Erforderliche Beteiligungshöhe	27
1. Ausgestaltung der Ausschlussvoraussetzungen	27
a) Englisches gegen kontinentaleuropäisches Konzept	28
b) Erforderlicher Anteil am stimmberechtigten Grundkapital	30
c) Gattungsbezogener Ausschluss	33
aa) Konzeption und Bewertung des § 39 I 2 WpÜG	33
bb) Einführung eines „isolierten“ Squeeze-Out von Vorzugsaktionären?	36
a) Vorzüge des isolierten Ausschlussrechts	36
β) Konzeptionelle Schwächen	39
γ) Abwägung	40
δ) Mögliche Aufnahme beider Ausschlusskonzepte	41
d) Verzicht auf Erreichen einer Stimmrechtsquote	42
2. Erreichen der 95%-Schwelle	43
a) Eigene Aktien	43

aa) Grundsatz: Dingliche Berechtigung	43
bb) Unmittelbares Halten einer Aktie	44
b) Zurechnungsfragen	45
aa) Berechnungsgrundlage: Reduziertes Grundkapital (§ 39a II WpÜG, § 16 II AktG)	46
bb) Zurechnung von Anteilen (§ 39a II WpÜG, § 16 IV AktG)	46
cc) Sonderfälle: Kettenzurechnung und mehrgliedriger Konzern	48
dd) Unternehmereigenschaft des Bieters erforderlich?	48
c) Erhöhung der Beteiligung neben dem Übernahmeangebot	49
aa) Enger zeitlicher Zusammenhang	49
bb) Erhöhung der Beteiligung durch Vor-, Nach- und Zwischenerwerbe	52
α) Paketerwerbe	52
β) irrevocables	53
γ) Bezugsrechte	54
cc) Zulässigkeit von Gestaltungsmaßnahmen der Praxis	59
α) Stimmbindungsverträge, Poolvereinbarungen und Konsortien	60
(i) Terminologie	60
(ii) Rechtliche Bewertung	60
β) Formwechsel zum Zweck des Squeeze-Out	62
γ) Wertpapierleihe und Aufnahme neuer Aktionäre	64
δ) Kurze Zusammenfassung	66
d) Zeitpunkt des Haltens der 95%-Mehrheit	67
C. Abfindung der auszuschließenden Aktionäre	68
I. Art der Abfindung	68
II. Höhe der Abfindung	71
1. Keine unmittelbaren gesetzlichen Vorgaben	71
2. Marktmechanismus und unwiderleglichen Vermutung	73
a) Annahme einer unwiderleglichen Vermutung durch den Gesetzgeber	74
b) Herrschende Auffassung in der Literatur	74
c) Annahme einer widerleglichen Vermutung durch die Richtlinie	75
aa) Grammatikalische Auslegung	75
bb) Historische Auslegung	80
cc) Systematische Auslegung	82
dd) Teleologische Auslegung	83
ee) Befugnis des Gesetzgebers zur Normierung einer unwiderleglichen Vermutung	84
ff) Zwischenergebnis	85

gg) Methodischer Einwand: Verfassungswidrigkeit bei Annahme der Unwiderleglichkeit	85
α) Unvereinbarkeit mit Art. 14 GG.....	86
(i) Grundsätzliche Voraussetzungen: Das Feldmühle-Urteil	87
(ii) Präzisierung: DAT/Altana.....	88
(iii) Hohe Anforderungen an die gerichtliche Überprüfbarkeit:	
Moto Meter.....	88
(iv) Aktienrechtlicher Squeeze-Out verfassungsgemäß:	
Der Edscha-Beschluss	89
(v) Kurze Zusammenfassung	90
(vi) Vereinbarkeit des § 39a III 3 WpÜG mit Art. 14 GG	91
(1) Unterschiedlicher Angemessenheitsbegriff im WpÜG und im Lichte von Art. 14 GG	92
(2) Volle wirtschaftliche Entschädigung	92
(a) Konflikt zwischen dem Börsenwert und dem „wahren“ Wert der Beteiligung	93
(b) Unterbewertung deutscher Unternehmen, insbesondere in Übernahmesituationen	95
(c) Praxiserfahrung: Regelmäßig zu niedrige Abfindung – Eigene Untersuchung.....	97
(d) Zusammenfassung zur vollen wirtschaftlichen Entschädigung	99
(3) Schutz vor Missbrauch von Marktmacht	100
(4) Gerichtliche Überprüfbarkeit der Angemessenheit.....	102
(a) Marktmechanismus als Ersatz einer gerichtlichen Überprüfung.....	105
(aa) Bedenken an der Aussagekraft der Angemessenheitsvermutung	107
(α) Schnelle Akzeptanz einer unangemessen niedrigen Abfindung.....	108
(β) Annahme des Angebots aufgrund von Nebenabreden	111
(γ) Umsetzung trotz bekannter Bedenken: § 327b I 3 AktG-RegE 2001.....	112
(δ) Keine Vergleichbarkeit mit dem englischen Recht	112
(bb) Zwischenergebnis	113
(5) Ergebnis zur Notwendigkeit einer Überprüfbarkeit der Abfindung	114
(vii) Abhilfemöglichkeit: Annahme einer widerleglichen Vermutung	114

(1) Widerlegliche Vermutung nach § 292 ZPO.....	114
(2) Anforderungen an eine Widerlegung der Angemessenheits- vermutung: Konkretisierung durch § 4 II 2 Nr. 4 SpruchG	115
(3) Folge	116
β) Ergebnis zu Art. 14 GG.....	118
γ) Prüfungskompetenz des BVerfG: Prüfungsmaßstab und Ausspruch	118
(i) Analyse.....	119
(ii) Möglicher Ausspruch des BVerfG	121
d) Ausdehnung der Angemessenheitsvermutung auch auf Pflichtangebote	122
e) Regelungen in anderen europäischen Umsetzungsakten	126
aa) England.....	126
bb) Österreich.....	128
cc) Frankreich.....	130
dd) Spanien.....	131
ee) Italien.....	132
ff) Niederlande	133
gg) Dänemark.....	135
hh) Finnland	135
ii) Schweden.....	136
jj) Ergebnis zu anderen Umsetzungsakten	137
f) Zusammenfassung zur Umsetzung des § 39a III 3 WpÜG	138
g) Fazit: Neuinterpretation des § 39a III 3 WpÜG für die Praxis erforderlich	139
III. Analyse der Folgekonstellationen und Bewertungsgrundsätze	139
1. Angemessenheitsvermutung wird nicht entkräftet	140
2. Angemessenheitsvermutung wird widerlegt	140
a) Erhöhung der Angemessenheit oder Abweisung des Antrages?	140
b) Unternehmensbewertung im Ausschlussverfahren oder Spruchverfahren?	141
aa) Eigenständige Unternehmensbewertung	144
bb) Spruchverfahren	147
cc) Stellungnahme	150
3. Erforderliche Annahmequote wird nicht erreicht.....	151
IV. Maßnahmen zum Erreichen der Annahmequote und Berechnung	152

D. Ausschlussfrist, Vorrang der § 39a f. WpÜG und kurze

Zusammenfassung der Ausschlussvoraussetzungen.....	155
I. Ausschlussfrist.....	155
1. Fristbeginn.....	155
2. Antragstellung schon vor Vollzug des Angebots möglich.....	157
II. Vorrang des übernahmerechtlichen Squeeze-Out vor den §§ 327a ff. AktG.....	158
III. Kurze Zusammenfassung der Ergebnisse in den Teilen B, C und D.....	161

E. Ausschlussverfahren	163
I. Keine Vorgaben in der Übernahmerrichtlinie.....	163
II. Abkehr vom tradierten aktienrechtlichen System	164
1. Überblick über das Ausschlussverfahren	164
2. Ablehnung alternativer Verfahrensgestaltungen	165
a) Vorgeschalteter Übertragungsanspruch des Bieters?	165
b) Handelsregistereintragung nach Hauptversammlungsbeschluss?	166
c) Übertragender Verwaltungsakt bzw. Antragsprüfung durch die BaFin?.....	170
III. Übertragung durch Gerichtsbeschluss – Verfahrensgang.....	172
1. Zuständigkeit des Gerichtsstandorts Frankfurt am Main	172
2. Verfahrensgrundsätze.....	173
3. Einleitung des Verfahrens, Form und Frist	175
4. Verfahrenseinleitung ohne wesentliche Mitwirkung der Zielgesellschaft	175
a) Squeeze-Out als einseitiges Ausschlussrecht des Mehrheitsaktionärs	175
b) Verzicht auf einen Hauptversammlungsbeschluss zulässig?.....	177
aa) Mitwirkung der Aktionäre bei grundsätzlichen Entscheidungen	177
bb) Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen: Holz Müller	178
cc) Hauptversammlung erforderlich beim Delisting: Macrotron	178
dd) Einschränkung der Holz Müller-Rechtsprechung: Gelatine.....	179
ee) Kurze Zusammenfassung	180
ff) Bisherige Rechtsprechung als Indiz für das Erfordernis eines Gesellschafterbeschlusses?.....	180
α) Informationsbedürfnis der Aktionäre	183
β) Praktische Erwägungen.....	186
γ) Zusammenfassung	187
5. Antragstellung auf Ausschlussverlangen vor dem LG Frankfurt a.M.....	188
a) Einschub: Vorgeschaltete Mitteilungspflichten.....	188
aa) Publizitätspflicht(en) nach § 15 WpHG?.....	188
bb) Mitteilung nach §§ 23 I 1 Nr. 4, 14 WpÜG.....	190
b) Allgemeines.....	191
c) Beteiligungshöhe	192
d) Fristberechnung seit Ablauf der Annahmefrist	193
e) Angemessenheit der Abfindung	193
aa) Angemessenheit bei Nichterreichen der 90%-Schwelle.....	193
bb) Angemessenheit bei Erreichen der 90%-Schwelle	194
f) Publizität des Ausschlussverlangens.....	195
g) Beibringung von Sicherheiten.....	195
aa) Übertragung der Grundsätze des § 327b III AktG	196
α) Verfassungskonforme Auslegung oder Analogieschluss?	196
β) Analoge Anwendung des § 13 I 2 WpÜG oder des § 327b III AktG?.....	197
bb) Höhe der Absicherung	198

cc) Ergebnis zur Absicherung des Abfindungsanspruchs	201
h) Nachweis bezüglich der Mitteilungspflichten	201
i) Zusätzliche Erfordernisse im Fall des § 39a I 2 WpÜG	201
6. Durchführung des Ausschlussverfahrens	202
a) Bekanntmachung des Antrages bei Ausschlussberechtigung	202
b) Verfahrensbeteiligte: Beteiligten- und Verfahrensfähigkeit	203
c) Zwingendes Erfordernis einer mündlichen Verhandlung?	205
d) Entscheidung des Gerichts	207
e) Rechtskraft, Zustellung des Beschlusses und Bekanntmachung	209
7. Beschwerdeverfahren vor dem Oberlandesgericht	210
a) Zulässigkeit	210
b) Aufschiebende Wirkung	211
c) Beschwerdeverfahren	212
d) Publizität des Beschwerdebeschlusses	214
8. Rechtsfolge der gerichtlichen Entscheidung	214
a) Übergang der Mitgliedschaft	214
b) Eintragung in das Handelsregister?	216
c) Delisting	218
d) Mitteilung an das Handelsregister nach § 42 AktG	219
F. Erstes Verfahren nach §§ 39a, 39b WpÜG: Schuler AG und Nord LB	221
I. Verfahren um die Schuler AG	221
1. Sachverhalt	221
2. Verfahren	222
3. Bewertung	222
II. Verfahren um die Nord LB	223
1. Sachverhalt	223
2. Bewertung	224
G. Schluss	225
I. Kurze Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	225
II. Fazit	228
H. Anhang	231
I. Ausgestaltung der §§ 39a, 39b WpÜG nach hier vertretener Auffassung	231
II. Datentabelle für die empirische Studie	233
I. Literaturverzeichnis	239
J. Abkürzungsverzeichnis	264