

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort	5
Abkürzungsverzeichnis	17
Einleitung	19
A. Problemaufriss	19
B. Stellungnahmen in der Literatur	19
C. Ansicht der Rechtsprechung	22
D. Fragestellung und Gang der Argumentation	23
Teil 1 Ausschlussvoraussetzungen und Bestandsinteresse unter Ausblendung des aktienrechtlichen Squeeze-Out	27
Kapitel 1 Die zusätzlichen Ausschlussvoraussetzungen und ihre Wirkungsweise	28
A. Die Bedeutung der Freiwilligkeit	28
B. Die Ausschlussvoraussetzungen als Ausgleich für die Unfreiwilligkeit des Ausscheidens	31
I. Der Ausschluss aus wichtigem Grund	31
1. Anerkennung im Aktienrecht	31
2. Voraussetzungen	33
a) Ausrichtung auf den Gesellschaftszweck	33
aa) Mehrheitsentscheidung über den Ausschluss aus wichtigem Grund	33
bb) Gerichtliche Überprüfung der Mehrheitsentscheidung	35
cc) Inhaltliche Konkretisierung des Ausschlussinteresses	37
b) Verhältnismäßigkeitsprüfung	38
aa) Erforderlichkeit einer gerichtlichen Überprüfung	38
bb) Geltungsgrund der Verhältnismäßigkeitsprüfung	39
cc) Die gesetzlich angeordnete Verhältnismäßigkeitsprüfung als Ausgleich für das unfreiwillige Ausscheiden	41
3. Ergebnis	42

<b>II. Die Einziehung</b>	<b>43</b>
1. Die angeordnete Einziehung	43
2. Die gestattete Einziehung	45
3. Ergebnis	47
<b>III. Die Kaduzierung</b>	<b>47</b>
1. Ausrichtung auf den Gesellschaftszweck	47
2. Erforderlichkeit einer Verhältnismäßigkeitsprüfung?	48
3. Ergebnis	50
<b>IV. Der übernahmerechtliche Squeeze-Out</b>	<b>51</b>
1. Eingreifen der Angemessenheitsvermutung	51
2. Kein Eingreifen der Angemessenheitsvermutung	54
a) Bedeutung der Ausschlusschwelle	54
aa) Übernahmeangebot	55
bb) Pflichtangebot	58
cc) Aufstockungsangebot	59
b) Bedeutung der Höhe der öffentlich angebotenen Gegenleistung für die Höhe der Abfindung	59
3. Ergebnis	60
<b>V. Strukturmaßnahmen</b>	<b>61</b>
1. Die Mehrheitseingliederung	61
a) Keine Anknüpfung an eine eigene Entscheidung der Betroffenen	62
aa) Bedeutung der erforderlichen Beteiligungshöhe	62
bb) Keine inhaltliche Überprüfung der Mehrheitseingliederung	63
cc) Ergebnis	64
b) Keine Verhältnismäßigkeitsprüfung	65
c) Abfindung in eigenen Aktien	65
d) Schwächen der Abfindung in eigenen Aktien	67
aa) Veränderter Gesellschaftszweck der Gliedgesellschaft	67
bb) Unfreiwillige Verbreiterung der Investition	70
e) Ergebnis	70
2. Die Verschmelzung	71
a) Keine Ausrichtung auf den Gesellschaftszweck	72
b) Abfindung in eigenen Anteilen	73
3. Ergebnis	74
<b>VI. Der mittelbare Ausschluss durch Entstehung von „Spitzen“</b>	<b>75</b>
1. Die Kapitalherabsetzung durch Zusammenlegung von Aktien	76
2. Die Kapitalherabsetzung unter den Mindestnennbetrag	78
3. Ergebnis	79

VII. Die „übertragende Auflösung“	80
1. Die übertragende Auflösung als mittelbarer Ausschluss	81
2. Die Erforderlichkeit zusätzlicher Ausschlussvoraussetzungen	82
3. Ergebnis	84
VIII. Ergebnis des ersten Kapitels und Fortgang der Untersuchung	85
 Kapitel 2 Erklärung der zusätzlichen Ausschlussvoraussetzungen	88
A. Die personenrechtliche Seite der Mitgliedschaft als Erklärung?	88
I. Übertragbarkeit der Begründung des Austrittsrechts aus § 305 AktG sowie der materiellen Beschlusskontrolle?	89
1. Begründung für das Austrittsrecht aus § 305 AktG	89
2. Begründung für die materielle Beschlusskontrolle	92
3. Ergebnis	95
II. Grundsätzlicher Vermögenswert der personenrechtlichen Seite	96
1. Vermögensbezug der verbandsinternen Einflussmöglichkeiten	96
2. Bestätigung durch die Regelung der stimmrechtslosen Vorzugsaktie	97
3. Ergebnis	98
III. Individuell unterschiedlicher Wert der personenrechtlichen Seite als Erklärung?	99
1. Gegenwärtige Einflussnahmemöglichkeiten	100
a) Fehlen von Einflussmöglichkeiten im Ausschlusszeitpunkt	100
b) Verringerung des Einflusses durch Abfindung in eigenen Anteilen	101
c) Ergebnis	102
2. Zukünftige Einflussmöglichkeiten	102
IV. Ergebnis	103
 B. Die vermögensrechtliche Seite der Mitgliedschaft als Erklärung	105
I. Unterscheidung zwischen Eigenschaften und Wert	106
II. Die Eigenschaften der Mitgliedschaft	107
1. Das Ertragswertverfahren	108
2. Feststellung der Unternehmensüberschüsse	109
a) Beteiligung an dem Gesellschaftsvermögen	109
b) Einfluss der Ausschüttungspolitik	112
c) Ergebnis	113
3. Nicht-finanzielle Unternehmenseigenschaften	114
4. Fehler bei der Feststellung zukünftiger Unternehmenüberschüsse	115
5. Möglichkeit zur Beeinflussung der Abfindungshöhe	116
a) Einseitige Verteilung von Risiken und Chancen	116

b) Informationsvorsprung des Ausschließungsberechtigten	118
aa) Einwände aus der Betrachtung der Voraussetzungen des übernahmerechtlichen Squeeze-Out	118
bb) Einwände aus der Betrachtung von Mehrheitseingliederung und Verschmelzung	120
c) Ergebnis	121
6. Ergebnis	122
III. Der Wert der Mitgliedschaft	122
1. Die beeinträchtigten Interessen	122
a) Die individuelle Risikoneigung	123
aa) Bildung von Sicherheitsäquivalenten	124
bb) Risikoaufschlag auf den Kapitalisierungszinsfuß	126
(1) Schätzung des Risikoaufschlages	126
(2) Marktbezogene Ableitungen des Risikoaufschlages	128
(a) Durchschnittsrendite am Aktienmarkt	128
(b) Das Capital Asset Pricing Model	129
cc) Ergebnis	131
b) Beeinträchtigung zeitlicher Präferenzen?	131
2. Beeinträchtigung der individuellen Risikoneigung als Erklärung der Ausschlussvoraussetzungen	132
a) Grundsätzliche Erklärungsleistung	133
b) Denkbare Einwendungen	134
aa) Einwendungen gegen das Vorliegen einer Beeinträchtigung	135
(1) Beeinträchtigung trotz Vergleichs mit Alternativanlagen	135
(a) Keine Beeinträchtigung der zeitlichen Vorlieben	136
(b) Beeinträchtigung der individuellen Risikoneigung	137
(2) Beeinträchtigung trotz funktionsbezogener Unternehmensbewertung	138
bb) Gesetzliche Entscheidung für eine objektive Bewertung?	141
IV. Ergebnis	143
C. Nicht auf den Eigenschaften der Mitgliedschaft beruhende Nachteile als Erklärung	145
I. Kosten der Reinvestition des Abfindungsbetrages	145
1. Technische Umsetzung der Reinvestition	145
2. Auffinden einer neuen Beteiligung	147
II. Fehlende Beteiligung an Ausschlussvorteilen	148
1. Entstehung von Ausschlussvorteilen	149

2. Erklärungsleistung der fehlenden Beteiligung	152
a) Rechtfertigung der fehlenden Beteiligung	153
b) Beteiligung durch vorangegangenes öffentliches Angebot	153
c) Beteiligung durch Abfindung in eigenen Aktien	154
3. Ergebnis	156
<b>III. Einkommensteuerliche Nachteile</b>	156
1. Aufgezwungener Zeitpunkt der Entstehung der Steuerschuld	157
2. Erklärungsleistung der einkommensteuerlichen Nachteile	158
a) Rechtfertigung der einkommensteuerlichen Nachteile	159
b) Abmilderung der einkommensteuerlichen Nachteile	159
c) Ergebnis	161
<b>D. Zusammenfassung des zweiten Kapitels</b>	162
<b>Kapitel 3 Ökonomische Analyse der Ausschlussvoraussetzungen</b>	165
<b>A. Einführung in die ökonomische Analyse des Rechts</b>	165
I. Verhältnis von Rechtswissenschaft und ökonomischer Analyse	165
1. Zulässigkeit einer positiven ökonomischen Analyse	167
2. Zulässigkeit einer ökonomischen Analyse der Ausschlusstatbestände	167
II. Ausrichtung an Effizienz	169
III. Konzept der Handlungsrechte	169
1. Einführung	170
2. property rule und liability rule	170
<b>B. Ökonomische Analyse der Ausschlusstatbestände</b>	172
I. Stellungnahme zu den bisherigen Untersuchungen	172
1. Objektiver Ansatz der bisherigen Untersuchungen	172
2. Theoretische Unzulänglichkeit eines objektiven Ansatzes	173
II. Die Effizienz der Ausgestaltung der Mitgliedschaft als property rule bzw. als liability rule	175
1. Grundsätzliche Überlegenheit der liability rule bei prohibitiven Transaktionskosten	176
a) Prohibitive Transaktionskosten bei den Ausschlusstatbeständen	176
b) Grundsätzliche Überlegenheit einer als liability rule ausgestalteten Mitgliedschaft	179
aa) Ermöglichung effizienter Übertragungen	179
bb) Verhinderung ineffizienter Übertragungen	179

2. Verbleibende Ineffizienzen unter Berücksichtigung subjektiver Wertschätzung	181
a) Nutzengefälle zwischen Auszuschließenden und Ausschließungsberechtigten?	182
b) Reaktion der Ausgeschlossenen	183
aa) Verringerung der Investitionsbereitschaft	184
bb) Abwehrmaßnahmen	186
cc) Ergebnis	188
3. Verbleibende Ineffizienzen unabhängig von der Beeinträchtigung individueller Interessen	189
4. Ergebnis	190
<b>III. Verringerung der verbleibenden Ineffizienzen durch die Ausschlussvoraussetzungen</b>	<b>191</b>
1. Wirkungsweise der an eine property rule angelehnten Ausschlussvoraussetzungen	191
a) Wirkungsweise der vorweggenommenen Zustimmung	192
aa) Einschätzung zukünftiger Beeinträchtigungen	192
bb) Verringerung zukünftiger Beeinträchtigungen	194
cc) Erhöhte Akzeptanz	195
dd) Ergebnis	195
b) Wirkungsweise der Ausrichtung an dem Gesellschaftszweck	196
aa) Einschätzung zukünftiger Beeinträchtigungen	196
bb) Abstimmung mit außergesellschaftlichen Interessen	198
cc) Erhöhte Akzeptanz?	200
dd) Ergebnis	200
c) Gesetzliche Berücksichtigung der Bestandsinteressen	201
aa) Einordnung als (modifizierte) property rule	202
bb) Vertrauen auf gesetzlichen Schutz der Bestandsinteressen	203
cc) Erhöhte Akzeptanz?	204
dd) Ergebnis	205
d) Zusammenfassung	205
2. Wirkungsweise der Abfindung in eigenen Anteilen	206
<b>IV. Ergebnis der ökonomischen Analyse</b>	<b>207</b>
<b>Kapitel 4 Ergebnis des ersten Teils</b>	<b>210</b>

<b>Teil 2 Ausschlussvoraussetzungen und Bestandsinteresse nach Einführung des aktienrechtlichen Squeeze-Out</b>	<b>213</b>
<b>Kapitel 1 Fehlen zusätzlicher Ausschlussvoraussetzungen bei dem aktienrechtlichen Squeeze-Out</b>	<b>214</b>
A. Keine vorweggenommene Zustimmung	214
B. Keine Ausrichtung auf den Gesellschaftszweck	215
C. Keine gesetzliche Berücksichtigung der Bestandsinteressen	216
D. Ergebnis	217
<b>Kapitel 2 Die Bestandsinteressen nach Einführung eines voraussetzungslosen Ausschlusstatbestandes</b>	<b>219</b>
A. Keine Abkehr vom Schutz der Bestandsinteressen	219
I. Orientierung des historischen Gesetzgebers an der Mehrheitseingliederung	220
II. Bestätigung durch die Einführung des umwandlungsrechtlichen Squeeze-Out sowie des Squeeze-Out zugunsten des Finanzmarktstabilisierungsfonds	221
III. Ergebnis	224
B. Die Bestandsinteressen unter verschiedenen Anlegerkonzeptionen	224
I. Verringerung des Interesses an den mitgliedschaftlichen Verwaltungsrechten	225
II. Verringerung des Interesses an den mitgliedschaftlichen Vermögensrechten	226
1. Veränderung einer eigentumsähnlichen Berechtigung an den einzelnen Gegenständen des Gesellschaftsvermögens?	226
2. Veränderung der mitgliedschaftlich vermittelten Teilhabe an dem Gesellschaftsvermögen?	228
III. Ausrichtung des Vermögensschutzes am kapitalmarktrechtlichen Funktionenschutz?	230
IV. Ergebnis	232
C. Die Interessen optimal diversifizierter Anleger	233
I. Entsprechung von individueller Bewertung und Marktpreis	234
1. Konzept der Diversifizierung	235
a) Grundsätzliche Wirkungsweise	235
b) Kombination mit risikoloser Anlage	236
c) Ausschaltung des unsystematischen Risikos	237
d) Auswirkung auf die Preisbildung am Kapitalmarkt	239

e) Ergebnis	240
2. Verlust des optimal diversifizierten Portefeuilles	241
a) Übernahme unsystematischen Risikos	241
b) Verringerte Beeinträchtigung der individuellen Risikoneigung	243
II. Verringerung der Folgen der fehlenden Beteiligung an den Ausschlussvorteilen	245
III. Verhinderung einkommensteuerlicher Nachteile	247
IV. Ergebnis	248
 Kapitel 3 Auswirkungen des Leitbildes optimaler Diversifizierung auf das Aktienrecht	
	251
A. Die Orientierung an optimal diversifizierten Anlegern als Typisierung	251
B. Folgerungen für einzelne aktienrechtliche Institute	253
I. Übertragbarkeit auf den Pflichtenstandard der Gesellschaftsverwaltung?	254
1. Grundsätzliche Möglichkeit von Auswirkungen des Leitbildes optimaler Diversifizierung	254
2. Inhaltliche Konkretisierung möglicher Auswirkungen	255
a) Auswirkungen auf die Bewertung von Investitionen	256
b) Auswirkungen auf Ausgliederungsentscheidungen	257
3. Die fehlende Übertragbarkeit der dem aktienrechtlichen Squeeze-Out zugrundeliegenden Interessenlage auf die Verwaltungspflichten	260
a) Der kategoriale Unterschied zwischen Eigenrechten und Beschlüssen zur Verfolgung des Gesellschaftszwecks	261
b) Die unterschiedliche Interessenlage bei dem aktienrechtlichen Squeeze-Out einerseits und den Verwaltungspflichten andererseits	262
c) Ergebnis	264
II. Übertragbarkeit auf den Schadensersatzanspruch der außenstehenden Aktionäre bei nachteiligen Maßnahmen des herrschenden Unternehmens	264
1. Inhaltliche Konkretisierung möglicher Auswirkungen	265
a) Aufgrund einer Verletzung des Unternehmensgegenstandes nachteilige Maßnahmen	265
b) Aufgrund fehlender Beteiligung an Synergieeffekten nachteilige Maßnahmen	267
c) Ergebnis	269

2. Die Übertragbarkeit der dem aktienrechtlichen Squeeze-Out zugrundeliegenden Interessenlage auf den Schadensersatzanspruch der außenstehenden Aktionäre	270
a) Materiell-rechtliche Zuordnung des Schadensersatzanspruchs zur Gesellschaft?	271
b) Der Schadensersatzanspruch als im eigenen Interesse der außenstehenden Aktionäre liegender Anspruch	271
aa) Systematischer Vergleich mit der Aktionärsklage aus § 148 AktG	272
bb) Die Interessen der Beteiligten	273
3. Ergebnis	275
C. Ergebnis	276
Kapitel 4 Ergebnis des zweiten Teils	278
Zusammenfassung	280
Literaturverzeichnis	283