

# Gliederung

GLIEDERUNG.....	VII
LITERATURVERZEICHNIS.....	XXIII
§ 1 - Einführung .....	1
§ 2 - Gang der Untersuchung .....	3
§ 3 - Begriffsbestimmungen.....	5
§ 4 - Das Squeeze Out-Recht in Deutschland.....	11
§ 5 - Das Sell Out-Recht in Deutschland .....	25
§ 6 - Sell Out in anderen Rechtsordnungen .....	49
§ 7 - Bestehende Austrittsrechte in Aktiengesellschaften .....	81
§ 8 - Außerordentliches Austrittsrecht .....	121
§ 9 - <i>Bewertung des Andienungsrechts</i> .....	229
§ 10 - Zusammenfassung der Thesen.....	289

§ 1 - Einführung .....	1
§ 2 - Gang der Untersuchung .....	3
§ 3 - Begriffsbestimmungen.....	5
A. Austrittsrecht .....	5
B. Kündigungsrecht .....	5
C. Abfindungsrecht und typisiertes Austrittsrecht .....	6
D. Andienungsrecht/Sell Out Recht .....	7
E. Preisgaberecht.....	8
F. Ausschlussrecht/Squeeze Out-Recht/Freeze Out-Recht.....	8
§ 4 - Das Squeeze Out-Recht in Deutschland.....	11
A. Aktienrechtlicher Squeeze Out .....	11
I. <i>Inhalt des aktienrechtlichen Ausschlussrechts</i> .....	11
II. <i>Verfahren</i> .....	13
III. <i>Rechtsschutzmöglichkeiten im Rahmen der Squeeze Out-Regeln</i> .....	14
B. Übernahmerechtlicher Squeeze Out .....	15
I. <i>Ausschlussrecht im Rahmen der Übernahmerrichtlinie</i> .....	16
1. Erwerbsschwelle .....	16
2. Bezug auf einzelne Gattungen .....	17
3. Frist.....	17
4. Vollzug des Ausschlusses .....	17

5. Art der Gegenleistung .....	17
6. Angemessenheit der Gegenleistung .....	18
7. Verhältnis zu nationalen Ausschlussregeln .....	19
<b>II. Übernahmerechtlicher Squeeze Out des WpÜG .....</b>	<b>19</b>
1. Anwendungsbereich .....	19
2. Voraussetzungen des Ausschlussrechts .....	20
3. Informationspflichten .....	20
4. Gattungsmäßiger Squeeze Out .....	20
5. Angebotsfrist .....	21
6. Vollzug des Ausschlusses .....	21
7. Art der Gegenleistung .....	21
8. Höhe der Gegenleistung .....	22
9. Verfahren zur Feststellung einer angemessenen Abfindung .....	24
10. Verhältnis zum aktienrechtlichen Ausschlussrecht .....	24
§ 5 - Das Seil Out-Recht in Deutschland .....	25
A. Das Andienungsrecht nach der Übernahmerichtlinie .....	25
I. Entstehungsgeschichte .....	25
II. Auslösender Tatbestand für das Andienungsrecht .....	26
III. Berechtigte Aktionäre .....	29
IV. Frist .....	30
V. Verfahren .....	30

VI. Rechtsfolge.....	30
B. Das Andienungsrecht des WpÜG.....	32
I. Entstehungsgeschichte.....	32
II. Bestehende Regelung im WpÜG.....	32
1. Ziel der „Zaunkönigregelung“ .....	33
2. Eingreifen der Zaunkönigregelung .....	33
3. Vereinbarkeit der Zaunkönigregelung mit der Übernahmerichtlinie ..	36
III. Umsetzung durch das Übernahmerichtlinie-Ausführungsgesetz.....	36
1. Auslösender Tatbestand.....	36
2. Berechtigte.....	38
3. Frist.....	38
4. Ausübung des Andienungsrechts.....	39
5. Informationspflichten .....	40
6. Rechtsschutzmöglichkeiten .....	41
7. Verhältnis von Ausschluss- und Andienungsrecht .....	41
8. Vereinbarkeit der deutschen Regelung mit der Übernahmerichtlinie	42
a. Parallelität von Andienungsrecht und weiterer Annahmefrist.....	42
b. Beginn der Andienungsfrist bei Übernahmeangeboten .....	43
c. Andienungsrecht als verlängerte Annahmefrist.....	44
aa. Art der Gegenleistung .....	44
bb. Höhe der Gegenleistung .....	45

§ 6 - Seil Out in anderen Rechtsordnungen .....	49
A. Die Rechtslage in Großbritannien.....	50
I. <i>Rechtslage vor Umsetzung der Übernahmerichtlinie</i> .....	50
II. <i>Regelungen nach der Übernahmerichtlinie</i> .....	50
1. Anwendungsbereich .....	51
2. Ausschlussregelung .....	52
a. Anwendungsbereich und Unterteilung in Gattungen.....	52
b. Notwendige Erwerbsschwelle .....	52
c. Frist.....	53
d. Gegenleistung .....	53
e. Durchführung.....	54
f. Rechtsschutzmöglichkeiten.....	54
3. Andienungsrecht.....	55
a. Voraussetzung des Andienungsrechts.....	55
b. Informationspflicht und Frist des Andienungsrechts .....	56
c. Gegenleistung .....	57
d. Rechtsschutzmöglichkeiten.....	58
4. Verlängerte Annahmefrist.....	58
5. Scheme of Arrangement.....	58
B. Rechtslage in Österreich.....	59
I. <i>Verlängerte Annahmefrist</i> .....	60
II. <i>Umsetzung der Übernahmerichtlinie in Österreich</i> .....	62

1. Ausschlussrecht.....	62
a. Anwendungsbereich.....	63
b. Voraussetzungen des Ausschlusses .....	63
aa. Grundregelung .....	63
bb. Abweichende Regelung im Gesellschaftsstatut.....	64
c. Verfahren .....	64
d. Abfindung .....	64
e. Informationspflichten und Vorbereitung der Hauptversammlung ...	65
aa. Berichtspflichten.....	65
bb. Vorbereitung der Hauptversammlung .....	66
f. Hauptversammlung .....	67
g. Eigentumsübergang .....	68
h. Rechtsschutz.....	68
i. Ausschluss nach einem Übernahmeangebot .....	70
2. Andienungsrecht.....	72
C. Die Rechtslage in der Schweiz.....	74
I. Minderheitenausschluss in der Schweiz .....	74
1. Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere .....	74
2. Abfindungsfusion .....	75
II. Verlängerte Annahmefrist .....	75
D. Die Rechtslage in Frankreich .....	76
I. Andienungsrecht .....	77

<i>II. Ausschlussrecht</i> .....	78
E. Die Rechtslage in Schweden .....	79
§ 7 - Bestehende Austrittsrechte in Aktiengesellschaften .....	81
A. Austrittsrecht bei Unternehmensverträgen .....	81
B. Abfindungsansprüche im Rahmen des UmwG .....	83
<i>I. Austrittsrecht bei Verschmelzungen</i> .....	83
<i>II. Austrittsrecht bei Formwechsel</i> .....	87
<i>III. Austrittsrecht bei Spaltung</i> .....	88
C. Übernahmerechtliches Austrittsrecht .....	88
<i>I. Angebotspflicht</i> .....	88
<i>II. Angemessene Gegenleistung</i> .....	89
<i>III. Rechtsschutzmöglichkeiten</i> .....	90
D. Abfindungsanspruch beim Delisting .....	93
<i>I. Voraussetzungen des Austrittsrechts</i> .....	94
<i>II. Hauptversammlungsbeschluss</i> .....	94
<i>III. „Pflichtangebot“ des Bieters</i> .....	95
1. Kein Pflichtangebot .....	95
2. Kein freiwilliges Erwerbsangebot .....	97
3. Analogie zu aktien- und umwandlungsrechtlichen Austrittsregelungen .....	97
4. Verfassungsrechtliche Grundlage .....	98
<i>IV. Bedingungs- oder Anspruchslösung</i> .....	98

V. Abfindungsschuldner .....	100
VI. Verhältnis zum Börsenrecht und Schutz durch die Börsenordnung..	102
VII. Widerspruchspflicht .....	103
VIII. Berücksichtigung der Eigenkapitalerhaltungsvorschriften .....	104
1. Rechtsgrundlage eines Ruckerwerbs .....	104
2. Erwerb von über 10 % eigener Aktien nach umwandlungsrechtlichen Grundsätzen .....	105
a. Wirksamkeit des obligatorischen und dinglichen Rechtsgeschäfts .....	106
b. Ruckerwerb von mehr als 10 % eigener Aktien und Verbot der Einlagenrückgewähr.....	106
c. Wirksamkeit des zugrunde liegenden Hauptversammlungsbeschlusses .....	107
d. Folge eines Erwerbs von mehr als 10 % eigener Aktien.....	110
e. Übertragbarkeit dieser Grundsätze auf das Delisting .....	110
IX. Informationspflichten des Abfindungsschuldners .....	114
1. Vorstandsbericht.....	114
2. Prüfungspflicht hinsichtlich der Abfindungshöhe .....	114
X. Rechtsschutzmöglichkeiten der Minderheitsaktionäre .....	115
XI. Stellungnahme.....	116
E. Austrittsrecht bei-Gründung einer Societas Europaea (SE) .....	118
§ 8 - Außerordentliches Austrittsrecht .....	121
A. Außerordentliches Kündigungsrecht in Personengesellschaften .....	121

I. Situation in der GbR.....	121
II. Situation in Personenhandelsgesellschaften .....	122
B. Außerordentliches Kündigungsrecht in der GmbH .....	124
C. Außerordentliches Kündigungs- und/oder Austrittsrecht in der AG.....	125
I. Qualifikation bestehender Austrittsrechte .....	126
II. Abgrenzung des außerordentlichen Kündigungsrechts vom typisierten Austrittsrecht in der AG .....	127
III. Problemaufriss .....	129
IV. Originäres Kündigungsrecht in der Aktiengesellschaft.....	132
1. Zweck des Grundsatzes außerordentlicher Kündbarkeit .....	133
2. Hintergrund der gesetzlichen Normierung im Rahmen der Schuldrechtsreform.....	134
3. Kündigungsrecht als verbandsrechtlicher Grundsatz.....	134
4. Voraussetzungen des außerordentlichen Kündigungsrechts in der AG .....	135
a. Aktionärsstellung als Dauerschuldverhältnis.....	135
b. Einfluss auf die Lebensbetätigung und Besonderheiten der Aktionärsstellung .....	138
c. Kein Austrittsrecht wegen Veräußerbarkeit der Anteile?.....	141
d. Disziplinierende Wirkung des Kündigungsrechts .....	143
e. Kapitalerhaltungsgrundsätze .....	144
f. Vorliegen eines wichtigen Grundes.....	145
g. Abmahnungserfordernis .....	145
h. Ultima Ratio Prinzip.....	146

aa. Verhältnis zur Auflösungskündigung .....	146
bb. Verhältnis zu aktienrechtlichen Verteidigungsmitteln .....	147
cc. Veräußerbarkeit der Anteile und außerordentliche Kündigung	147
i. Zwischenfazit.....	149
5. Gruppen von Kündigungssachverhalten .....	150
a. Kündigungsgrund im Verhalten eines Partners des Dauerrechtsverhältnisses oder der Verwaltung .....	150
b. Kündigungsgründe aufgrund von gravierenden Änderungen in der Gesellschaft .....	152
c. Kündigungsgrund in der Person des Kündigungsberechtigten ....	154
6. Vollzug der Kündigung .....	154
a. Kündigungserklärung .....	155
b. Durchführungsmöglichkeiten.....	155
aa. Erwerb durch Mitgesellschafter oder Dritte.....	155
bb. Einziehung .....	156
cc. Rückerwerb eigener Aktien .....	157
dd. Rückerwerb von mehr als 10 % eigener Aktien.....	159
7. Mitgliedschaft des Kündigenden während des Kündigungsverfahrens .....	160
V. <i>Allgemeines typisiertes Austrittsrecht bei Strukturänderungen</i> .....	161
1. Typisiertes Austrittsrecht als Instrument des Minderheitenschutzes .....	163
2. Analoge Anwendbarkeit der aktienrechtlichen Normen .....	164
a. Vergleichbare Lage .....	164

b. Regelungslücke .....	165
c. Planwidrigkeit .....	166
3. Bestätigung eines allgemeinen typisierten Austrittsrechts durch die Macrotron-Rechtsprechung? .....	166
4. Kapitalerhaltungsgrundsätze beim allgemeinen typisierten Austrittsrecht .....	167
a. Analoge Anwendbarkeit der umwandlungsrechtlichen Austrittsregeln .....	168
b. Vorliegen einer vergleichbaren Lage .....	170
c. Ausschluss eines Rückerwerbs von mehr als 10 % eigener Aktien .....	171
5. Austrittsrecht und Widerspruch .....	171
6. Einzelfallbetrachtung bei typisierten Austrittsrechten .....	179
7. Kein Austrittsrecht für stimmrechtslose Vorzugsaktien? .....	180
8. Dogmatische Anknüpfung .....	181
a. Austrittsregeln des Aktien- und Umwandlungsrechts.....	182
b. Übernahmeregelungen zum Pflichtangebot.....	183
c. Fazit.....	184
9. Bestimmung der Abfindungspflicht und des Abfindungsschuldners	185
a. Abfindungspflicht und ihre Feststellung .....	185
aa. Anfechtungsverfahren .....	186
bb. Feststellungsklage .....	186
cc. Spruchverfahren .....	188
dd. Verhältnis von Spruchverfahren und Feststellungsklage.....	190

b. Abfindungsschuldner.....	190
10. Verhältnis zu aktienrechtlichen Rechtsschutzmöglichkeiten .....	192
11. Verhältnis von allgemeinem Austrittsrecht und außerordentlichem Kündigungsrecht.....	193
12. Abfindungsergänzungsanspruch.....	195
13. Einzelne Austrittssachverhalte .....	195
a. Austrittsrecht bei Wegzug ins Ausland.....	196
b. Austrittsrecht bei Börsengang .....	198
c. Austrittsrecht bei Börsenrückzug und vergleichbaren Maßnahmen .....	201
d. Austrittsrecht bei Beendigung eines Beherrschungsvertrages ....	203
e. Austrittsrecht bei Änderung des Gesellschaftszwecks.....	205
f. Austrittsrecht bei Änderung des Gegenstands der Gesellschaft ..	206
g. Austrittsrecht bei Übertragung des gesamten Vermögens .....	207
h. Formwahrende Verschmelzung .....	210
i. Ausgliederung.....	212
14. Austrittsrecht bei Mehrheitsbeteiligung und Konzernierung .....	212
a. Stufen der Konzernherrschaft .....	213
b. Minderheitenschutz bei Abhängigkeit .....	214
c. Minderheitenschutz bei qualifiziert faktischer Kontrolle.....	218
d. Austrittsrecht bei Erreichen der Anteilsschwelle von 95 % .....	222
aa. Austrittsrecht bei 95%-iger Beteiligung im Rahmen des Konzernrechts.....	222

bb. Erreichen der 95%-Schwelle als eigenständiger Austrittsgrund .....	223
cc. Austrittsrecht mit Blick auf Squeeze Out .....	225
VI. Ergebnis .....	227
§ 9 - Bewertung des Andienungsrechts .....	229
A. Argumente für ein Andienungsrecht .....	229
I. Aushungerungsstrategien und Verfall des Börsenkurses .....	229
1. Kursverfall durch geringen Streubesitz und Möglichkeit des Squeeze Out .....	230
a. Sinkende Börsenkurse bei geringem Streubesitz .....	230
b. Sinkende Börsenkurse aufgrund des Ausschlussrechts .....	231
2. Problem der Handelbarkeit .....	233
3. Aushungerungsstrategien durch den Hauptaktionär .....	234
a. Schutzmechanismen nach geltendem Konzernrecht .....	234
b. Minderheitenschutz durch Kapitalmarktrecht .....	237
4. Zwischenfazit .....	238
II. Schutzmechanismen bei Informationsasymmetrien .....	239
1. Aktienrechtliche Ansprüche und Verbote .....	243
a. Schadensersatzansprüche gegen Vorstand und Aufsichtsrat .....	243
b. Schadensersatzansprüche gegen den Hauptaktionär .....	244
c. Gesetzliche Informationsrechte der Minderheit .....	245
d. Informationsrechte aufgrund von Treubindungen .....	246

2. Schutzmechanismen des WpHG.....	248
a. Ad-Hoc Publizität.....	248
b. Verstoß gegen Insiderregeln.....	249
3. Deliktische Schadensersatzansprüche.....	250
<i>III. Verhandlungs-/Spieltheoretische Erwägungen.....</i>	<i>251</i>
1. Gefangenendilemma.....	251
2. Auswirkungen des Andienungsrechts.....	253
3. Wirkung des Ausschlussrechts.....	255
<i>IV. Kapitalmarktrechtliche Erwägungen für ein Andienungsrecht.....</i>	<i>256</i>
<i>V. Zwischenfazit.....</i>	<i>257</i>
1. Schutzniveau in börsennotierten Gesellschaften.....	257
2. Situation in börsenfernen Gesellschaften.....	258
B. Andienungsrecht nach Pflicht- oder Übernahmeangeboten.....	258
C. Andienungsrecht ohne vorheriges Pflicht- oder Übernahmeangebot....	260
<i>I. Keine anderweitige Austrittsmöglichkeit.....</i>	<i>261</i>
<i>II. Andienungsrecht als Gegenstück zum Squeeze Out.....</i>	<i>262</i>
1. Andienungsrecht oder Befristung des Ausschlussrechts.....	262
2. Gestaltungsmöglichkeit im Gesellschaftsstatut.....	266
a. Satzungsmäßiger Ausschluss des Ausschlussrechts.....	266
b. Statuarisches Absenken der Ausschlusschwelle auf 90 %.....	267
c. Erforderliche Mehrheit.....	269
<i>III. Niedrigeres Schutzniveau in börsenfernen Gesellschaften.....</i>	<i>269</i>

<i>IV. Allokationsfähigkeit</i> .....	270
<i>V. Höheres Sicherheitsempfinden</i> .....	270
<i>VI. Gleichbehandlungsgrundsatz</i> .....	270
1. Anwendbarkeit des Gleichheitsgrundsatzes.....	271
2. Vergleichbarkeit der Lage von Minderheitsaktionären ohne Übernahmeverfahren .....	271
3. Maßstab der Bindung des Gesetzgebers .....	272
4. Kein Verstoß gegen den Gleichheitsgrundsatz? .....	273
<i>VII. Zwischenfazit</i> .....	275
<b>D. Gestaltung des Andienungsrechts ohne vorheriges Übernahmeangebot</b> .....	276
<i>I. Schwelle des Andienungsrechts</i> .....	276
<i>II. Befristung des Andienungsrechts</i> .....	276
<i>III. Meldepflicht bei Erreichen der 95%-Schwelle</i> .....	277
<i>IV. Überlegfrist des Hauptaktionärs</i> .....	277
<i>V. Andienungsverfahren</i> .....	278
1. Verfahren entsprechend aktien- und umwandlungsrechtlichen Austrittsrechten .....	278
2. Verfahren entsprechend dem WpÜG .....	279
3. Stellungnahme .....	281
<i>VI. Absicherung der Gegenleistung</i> .....	283
<i>VII. Gestaltung des Angebotes</i> .....	284
<i>VIII. Art der Gegenleistung</i> .....	285

<i>IX. Kollision von Ausschluss- und Andienungsrecht</i> .....	285
E. Fazit .....	286
§ 10 - Zusammenfassung der Thesen.....	289
A. Außerordentliches Austrittsrecht in Aktiengesellschaften.....	289
B. Andienungsrecht .....	290