

Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis.....	11
Abkürzungsverzeichnis.....	19
§ 1 Einleitung.....	23
A. Einführung des Squeeze-out nach Unternehmensübernahmen.....	23
B. Neuerungen durch den übernahmereklichen Squeeze-out.....	24
C. Die Angemessenheitsvermutung als Dreh- und Angelpunkt.....	27
D. Die Abfindungsbestimmung ohne Angemessenheitsvermutung.....	28
E. Gang der Darstellung.....	29
§ 2 Ökonomische Grundlagen einer angemessenen Abfindung.....	31
A. Vorteile von Squeeze-outs für Bieter und Minderheit.....	31
B. Gesamtwirtschaftliche Folgen der Abfindung beim Squeeze-out.....	41
C. Bewertung von Unternehmensbeteiligungen.....	45
D. Regelungsmechanismus des § 39a Abs. 3 S. 3 WpÜG.....	96
E. Zusammenfassung der ökonomischen Ergebnisse.....	109
§ 3 Die Auslegung des § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG.....	113
A. Wortlaut des § 39a Abs. 3 S. 3 WpÜG.....	113
B. Historische Auslegung.....	116
C. Systematische Auslegung.....	121
D. Teleologische Auslegung.....	122
E. Abwägung der Auslegungsergebnisse.....	123
F. Auslegung nach den Vorgaben der Übernahmerichtlinie.....	126
§ 4 Vereinbarkeit mit grundrechtlichem Eigentumsschutz.....	171
A. Europäische Eigentumsgewährleistungen.....	171
B. Eigentumsschutz durch das Grundgesetz.....	176
§ 5 Widerlegung der Angemessenheitsvermutung.....	225
A. Widerlegung im Verfahren gem. §§ 39a f. WpÜG.....	225
B. Mögliche Widerlegungsgründe.....	229
§ 6 Bestimmung der Abfindung ohne Angemessenheitsvermutung.....	249
A. Fehlen einer gesetzlichen Regelung.....	249
B. Mögliche Varianten der Abfindungsbemessung.....	251
C. Mögliche Verfahren zur Bestimmung der Abfindungshöhe.....	256
§ 7 Zusammenfassung	265
Literaturverzeichnis.....	271

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	19
§ 1 Einleitung.....	23
A. Einführung des Squeeze-out nach Unternehmensübernahmen.....	23
B. Neuerungen durch den übernahmereklichen Squeeze-out.....	24
I. Vergleich mit dem aktienrechtlichen Squeeze-out	24
1. Spezieller Anwendungsbereich der §§ 39a f. WpÜG.....	24
2. Anknüpfung der Abfindungshöhe an das Übernahmangebot.....	25
3. Gerichtsentscheidung statt Hauptversammlungsbeschluss.....	25
II. Vergleich mit dem verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out.....	26
III. Andere Ausschlussinstrumente und ihre Abfindungsregelungen.....	26
1. Unmittelbare Möglichkeiten zum Ausschluss von Aktionären.....	27
2. Mittelbare Wege des Aktionärsausschlusses.....	27
C. Die Angemessenheitsvermutung als Dreh- und Angelpunkt.....	27
D. Die Abfindungsbestimmung ohne Angemessenheitsvermutung.....	28
E. Gang der Darstellung.....	29
§ 2 Ökonomische Grundlagen einer angemessenen Abfindung.....	31
A. Vorteile von Squeeze-outs für Bieter und Minderheit.....	31
I. Ersparnis direkter Kosten.....	32
II. Vereinfachte Unternehmensführung und Strukturmaßnahmen.....	34
III. Vermeidung von Anfechtungsklagen.....	35
IV. Rechts- und Planungssicherheit für den Bieter.....	35
V. Ersatz einer Verhandlungslösung	36
VI. Geringe Kosten des Squeeze-out.....	38
VII. Empirische Untersuchung der Squeeze-out-Motive.....	39
VIII. Abfindung beim Squeeze-out als Vorteil für die Aktionäre.....	39
IX. Zusammenfassung der gesellschaftsinternen Interessenlage.....	40
B. Gesamtwirtschaftliche Folgen der Abfindung beim Squeeze-out.....	41
I. Ausschluss mit Abfindung als direkte Effizienzsteigerung.....	41
1. Effizienzsteigerung durch unternehmerische Optimierung.....	41
2. Effizienzsteigerung nur bei Angemessenheit der Abfindung.....	41
II. Attraktivere Übernahmen als mittelbare Effizienzsteigerung.....	42
III. Förderung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts	43
IV. Zusammenfassung der volkswirtschaftlichen Betrachtung.....	44
C. Bewertung von Unternehmensbeteiligungen.....	45
I. Problematik der Wertbestimmung.....	46
II. Methodische Grundlagen der Anteilsbewertung.....	47
1. Grenzpreis und Schiedspreis.....	47
2. Verschiedene Ansätze zur Anteilsbewertung.....	48
a) Herleitung des Anteilswerts aus dem Unternehmenswert.....	49
(1) Rückschluss aus Kapitalmarktbewertung.....	49
(2) Ermittlung des hypothetischen Verkaufserlöses.....	49

(i)	Bestimmung des Unternehmenswertes nach Ertragsaussichten.....	50
(ii)	Marktpreisübertragung vergleichbarer Unternehmen.....	50
(3)	Addition der Ertragswerte der Einzelanteile.....	50
b)	Selbständige Bestimmung des Anteilswerts.....	51
(1)	Direkte Anteilswertbestimmung nach dem Ertragswertverfahren.....	51
(2)	Verkehrswert als direkter Anteilswert.....	51
III.	Fundamentalanalytische Methode.....	52
1.	Fehlerquellen gutachterlicher Bewertungen.....	53
a)	Prognose zukünftiger Erträge.....	53
b)	Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes.....	54
c)	Informationsvorsprung des Managements.....	55
d)	Interessenkonflikte bei Gutachtern	56
e)	Häufigkeit von Bewertungsfehlern.....	57
f)	Fazit.....	57
IV.	Der Börsenkurs als Bewertungsgrundlage.....	57
1.	Aussagen der Kapitalmarkttheorie.....	58
a)	Effizienz der Kapitalmärkte	58
b)	Empirische Studien zur Kapitalmarkteffizienz.....	61
(1)	Studien zur seriellen Korrelation.....	61
(2)	Ereignisstudien.....	61
(3)	Vergleichsstudien zwischen Fonds und Marktaktivitäten.....	62
(4)	Fazit.....	62
c)	Kritik der Effizienzhypothese.....	63
(1)	Kritik an empirischen Studien.....	63
(2)	Behavioral Finance	65
d)	Zusammenfassende Würdigung.....	68
2.	Mögliche Gründe für eine Unterbewertung an der Börse.....	71
a)	Unterbewertung wegen der Unternehmenspolitik.....	72
b)	Unterbewertung wegen geringer Fungibilität.....	72
c)	Minderheitsabschlag	72
d)	Gefahr von Sondervorteilen des Erwerbers.....	73
e)	Informationsasymmetrie und adverse Selektion.....	74
f)	Kursbeeinflussungen im Vorfeld von Übernahmen.....	76
g)	Irrationaler Überschwang und Überschussvolatilität.....	77
h)	Entschädigungsargument.....	78
i)	Verhältnis von Unterbewertung und Übernahmeprämién.....	78
j)	Zusammenfassung möglicher Gründe für eine Unterbewertung	79
3.	Empirische Studien des deutschen Kapitalmarkts.....	80
a)	Bimberg.....	82
(1)	Ankündigungseffekte bei Übernahmen.....	82
(i)	Frühere deutsche und angelsächsische Studien.....	82
(ii)	Bimbergs Studie zum Ankündigungseffekt.....	83
(2)	Kaufangebote und Kursentwicklungen.....	84

(3) Abfindungsangebote und Abfindungen nach Spruchverfahren.....	85
(4) Zusammenfassung.....	86
b) Rathausky.....	87
(1) Ankündigungseffekte bei Squeeze-outs.....	87
(2) Abfindungsangebote und Abfindungen nach Spruchverfahren.....	90
c) Dörfler, Gahler, Unterstrasser und Wirichs.....	90
d) Kießling.....	91
e) Henselmann/Schrenker/Winkler.....	92
f) Zusammenfassung der empirischen Ergebnisse.....	93
V. Zwischenergebnis zur Bewertung von Unternehmensanteilen.....	94
D. Regelungsmechanismus des § 39a Abs. 3 S. 3 WpÜG.....	96
I. Angemessenheit auf Grund der Übernahmeprämiie.....	97
II. Angemessenheit durch die Börsen- und Gleichpreisregel.....	98
III. Angemessenheit durch die hohe Annahmequote.....	100
1. Mögliche Fallkonstellationen.....	101
2. Manipulationspotential der Erfolgsquote.....	102
3. Unterbewertung der Zielgesellschaft.....	102
4. Informationsdefizit der Angebotsadressaten.....	103
5. Rationale Ignoranz der Kleinaktionäre.....	104
6. Gefangenendilemma und Annahmezwang.....	105
7. Schutzvorkehrungen gegen Annahmezwang im WpÜG.....	106
a) Wasserstandsmeldungen gem. § 23 Abs. 1 WpÜG.....	106
b) Zaunkönigregelung gem. § 16 Abs. 2 WpÜG.....	106
c) Andienungsrecht gem. § 39c WpÜG.....	108
8. Zusammenfassung zur Annahmequote.....	108
E. Zusammenfassung der ökonomischen Ergebnisse.....	109
§ 3 Die Auslegung des § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG.....	113
A. Wortlaut des § 39a Abs. 3 S. 3 WpÜG.....	113
I. Allgemeine Formulierungen von Vermutungsregelungen.....	113
II. Vermutungen im Aktienrecht.....	114
III. Grundregel des § 292 ZPO.....	115
IV. Fazit.....	116
B. Historische Auslegung.....	116
C. Systematische Auslegung.....	121
D. Teleologische Auslegung.....	122
E. Abwägung der Auslegungsergebnisse.....	123
F. Auslegung nach den Vorgaben der Übernahmerichtlinie.....	126
I. Auslegung der Sprachfassungen der Übernahmerichtlinie.....	127
1. Besonderheiten der Wortlautauslegung im europäischen Recht.....	127
a) Sprachenvielfalt und Gleichwertigkeitsgrundsatz.....	128
b) Gemeinschaftsautonome Auslegung.....	129
2. Untersuchung der verschiedenen Sprachfassungen.....	130

a)	Deutsche Sprachfassung.....	130
b)	Englische Sprachfassung.....	131
c)	Französische Sprachfassung.....	132
d)	Spanische Sprachfassung.....	133
e)	Weitere Sprachfassungen und Fazit.....	134
II.	Historische Auslegung der Übernahmerichtlinie.....	135
1.	Winter-Bericht.....	135
2.	Eingang des Winter-Berichts in die Richtlinie.....	137
3.	Der englische Squeeze-out als Vorbild.....	139
a)	Die Einführung des Squeeze-out in England.....	140
b)	Die englische Angemessenheitsvermutung.....	140
c)	Gerichtliche Überprüfungsmöglichkeit.....	141
d)	Vergleich mit der europäischen sowie der deutschen Regelung.....	142
e)	Entwicklung der Rechtsprechung zum Squeeze-out in England.....	143
(1)	Re Hoare & Co., Ltd.....	143
(2)	Re Evertite Locknuts, Ltd.....	144
(3)	Re Press Caps, Ltd.....	144
(4)	Re Sussex Brick Co., Ltd.....	145
(5)	Re Bugle Press, Ltd. und Re Houses and Estates, Ltd.....	145
(6)	Re Grierson, Oldham & Adams, Ltd. (1966).....	146
(7)	Re Chez Nico (Restaurants), Ltd.....	147
(8)	Re Diamix Plc, Fiske Nominees, Ltd. v Dwyka Diamond, Ltd.....	147
f)	Zusammenfassung.....	148
(1)	Hohe Anforderungen an Widerlegung der Angemessenheitsvermutung.....	148
(2)	Beratungs- und Informationspflicht.....	150
(3)	Interessenheterogenität zwischen Bieter und annehmenden Aktionären.....	150
4.	Fazit zur historischen Auslegung der Übernahmerichtlinie.....	151
III.	Systematische Auslegung der Übernahmerichtlinie.....	151
1.	Ungleiche Konzeptionen von Richtlinie und Umsetzungsgesetz.....	151
a)	Doppelte Angemessenheitskontrolle als Ersatz einer gerichtlichen Prüfung.....	152
b)	Differenzierung zwischen Pflichtangebot und freiwilligem Angebot.....	153
2.	Verpflichtung der Mitgliedstaaten zur Garantie der Angemessenheit.....	154
3.	Angemessenheitsbegriff gem. Art. 5 Abs. 1 S. 2, Abs. 4 ÜbRL.....	155
4.	Richtlinie als Mindeststandard.....	156
5.	Spielraum bei der Angemessenheit nach Art. 5 Abs. 4 Uabs. 2 ÜbRL	158
6.	Art. 5 Abs. 6 ÜbRL ermächtigt zu weiteren Schutzvorschriften.....	158
7.	Art. 3 Abs. 2 b) ÜbRL ermächtigt zu strengerer Bestimmungen.....	159

8. Erwägungsgrund 8 überlässt Rechtsschutz den Mitgliedstaaten.....	160
9. Ziel eines level playing field.....	161
10. Effet utile für die Niederlassungsfreiheit als Richtlinienzweck	162
11. Zwischenergebnis zur systematischen Auslegung der Übernahmerichtlinie.....	163
IV. Teleologische Auslegung der Übernahmerichtlinie.....	164
V. Ergebnis: Spielraum für die Ausgestaltung der Vermutung.....	167
VI. Exkurs: Eventuelle richtlinienkonforme Rechtsfortbildung.....	169
§ 4 Vereinbarkeit mit grundrechtlichem Eigentumsschutz.....	171
A. Europäische Eigentumsgewährleistungen.....	171
I. Vereinbarkeit der Übernahmerichtlinie mit europäischen Grundrechten.....	171
1. System des europäischen Grundrechtsschutzes.....	171
2. Verhältnis von europäischem und nationalem Grundrechtsschutz....	172
3. Vereinbarkeit des Squeeze-out der ÜbRL mit europäischen Grundrechten.....	173
II. Vereinbarkeit des ÜbRL-UG mit der EMRK.....	174
B. Eigentumsschutz durch das Grundgesetz.....	176
I. Anwendbarkeit deutscher Grundrechte.....	176
1. Das Verhältnis von Europarecht und Grundgesetz.....	177
2. Umsetzungsspielraum des ÜbRL-Umsetzungsgesetzes.....	179
II. Rechtsprechung des BVerfG zum Aktionärsausschluss.....	180
1. Grundrechtsschutz des Aktieneigentums.....	180
a) Feldmühle-Entscheidung.....	180
b) Konsequenzen für den Minderheitenausschluss.....	182
2. Deinvestitionswert als entschädigungspflichtige Komponente der Aktie	183
a) DAT/Altana-Entscheidung.....	183
b) Interpretation der DAT/Altana-Rechtsprechung.....	184
3. Abfindungsbemessung durch Marktmechanismen.....	186
a) Moto Meter-Entscheidung.....	186
b) Schlussfolgerungen aus der Moto Meter-Entscheidung.....	187
4. Verfassungskonformität des aktienrechtlichen Squeeze-out.....	190
a) Edscha-Entscheidung.....	190
b) Schlussfolgerungen.....	191
5. Börsenwert als Schätzung des Unternehmenswerts.....	191
a) Verschmelzung der T-Online AG auf die Deutsche Telekom AG.....	191
b) Schlussfolgerungen.....	193
6. Zur Verfassungskonformität des übernahmerechtlichen Squeeze-out	194
a) Zwangsausschluss nach Übernahme der Deutsche Hypo durch die NordLB.....	194
b) Schlussfolgerungen.....	195

III.	Dogmatik des Grundrechtsschutzes des Aktieneigentums.....	196
1.	Schutzbereich des Art. 14 GG und Wesen des Anteileigentums.....	197
2.	Ausgangsfrage nach dem Bewertungsgegenstand.....	197
a)	Anteileigentum als wirtschaftliches Eigentum am Unternehmen.....	198
(1)	Abfindung des quotalen Unternehmenswerts analog § 738 BGB.....	199
(2)	Diskussion um den Börsenkurs vor der DAT/Altana-Entscheidung.....	200
b)	Anteileigentum als selbständiges Wirtschaftsgut nach DAT/Altana.....	201
(1)	Divergenz der Umsetzung durch den BGH.....	202
(2)	Meistbegünstigung auf Grund der Doppelnatur der Aktie.....	203
(3)	Konzeptionswechsel zur Aktie als Bewertungsobjekt? (i) Börsenkursbewertung in anderen Rechtsbereichen..... (ii) Folgen eines Konzeptionswechsels zur Aktie als Wirtschaftsgut..... (iii) Rechtfertigung eines Konzeptionswechsels.....	206 208 210 211
c)	Zusammenfassung zum maßgeblichen Bewertungsgegenstand.....	212
3.	Bewertungsmethode: Börsenwert zur Bestimmung des Unternehmenswerts.....	213
a)	Keine Meistbegünstigung in Bezug auf Bewertungsmethoden.....	213
b)	Direkte Börsenbewertung und indirekte Unternehmensanteilsbewertung.....	214
c)	Einzelfallgerechte Methodenwahl	214
4.	Zusammenfassung zu den Bewertungsvorgaben des BVerfG.....	215
5.	Berücksichtigung der Besonderheiten der §§ 39a f. WpÜG.....	216
a)	Beschleunigungsmaxime als prägendes Ziel.....	216
b)	Schadensersatzansprüche bei manipulierter Vermutungsgrundlage.....	217
IV.	Verfassungsrechtliche Konsequenz für § 39a Abs. 3 S. 3 WpÜG.....	218
1.	Verfassungskonformität des Zwangsausschlusses.....	218
2.	Verfassungskonformität der Vermutung in § 39a Abs. 3 S. 3 WpÜG.....	219
a)	Verfassungsrechtliche Anforderungen an die Bestimmung der Abfindung.....	219
b)	Ausschluss von Zweifelsfällen als rechtsmissbräuchlich.....	221
c)	Widerleglichkeit nach verfassungskonformer Auslegung.....	223
§ 5	Widerlegung der Angemessenheitsvermutung.....	225
A.	Widerlegung im Verfahren gem. §§ 39a f. WpÜG.....	225
I.	Darlegungslast im FamFG.....	226
II.	Anforderungen an die Darlegungslast zur Widerlegung.....	226
a)	Restriktive Voraussetzungen.....	227

b) Keine Widerlegung durch Bewertungsgutachten.....	228
B. Mögliche Widerlegungsgründe.....	229
I. Bewertungsobjekt als Weichenstellung.....	229
1. Aktie als Bewertungsobjekt.....	229
2. Unternehmensbeteiligung als Bewertungsobjekt.....	230
II. Widerlegung bezüglich des Börsenkurses.....	231
1. Widerlegung von Börsenkursen nach der Rechtsprechung.....	231
a) Widerlegung von Börsenkursen nach der Rechtsprechung des BGH.....	232
b) Erste Rechtsprechung zu § 39a Abs. 3 S. 3 WpÜG.....	232
c) Widerlegung von Börsenkursen nach dem T-Online-Beschluss.....	233
2. Marktentge als Einschränkung der Preisbildungsfähigkeit.....	234
a) Kriterien der Marktliquidität.....	234
b) Relevanz der Marktentge für § 39a Abs. 3 S. 3 WpÜG.....	236
3. Schlechte Marktverfassung.....	237
III. Widerlegung im Hinblick auf § 31 WpÜG.....	237
IV. Widerlegung im Hinblick auf die Annahmequote	239
1. Unabhängige Entscheidungsbildung.....	239
a) Abhängigkeit der Angebotsadressaten vom Bieter.....	239
b) Zusammenwirken von Bifern und Angebotsadressaten.....	240
2. Wohlinformierte Entscheidungsbildung.....	240
a) Informationsdefizit und Beratungsmangel.....	240
b) Verstöße gegen Schutzzvorschriften des WpHG.....	241
(1) Verstöße gegen Insiderregeln gem. §§ 13, 14 WpHG.....	241
(2) Verstöße gegen Ad-hoc-Meldepflicht gem. §§ 15, 37b, 37c WpHG.....	242
(3) Marktmanipulation gem. § 20a WpHG.....	243
c) Verstöße gegen Schutzzvorschriften des WpÜG.....	244
(1) Unrichtige Angebotsunterlage gem. § 11 WpÜG, § 2 WpÜG-AngebV.....	244
(2) Irreführende Stellungnahmen gem. § 27 WpÜG.....	244
V. Zusammenfassung.....	246
§ 6 Bestimmung der Abfindung ohne Angemessenheitsvermutung.....	249
A. Fehlen einer gesetzlichen Regelung.....	249
I. Bewusste Lücke des Gesetzgebers.....	249
II. Keine Vorgaben der Übernahmerichtlinie.....	250
B. Mögliche Varianten der Abfindungsbemessung.....	251
I. Rückgriff auf die Mindestpreisregelung gem. §§ 3 ff. WpÜG-AngebV.....	251
II. Bewertungsgutachten oder Marktbewertung.....	252
III. Vorausgegangenes Angebot als Untergrenze.....	253
IV. Fazit.....	255
C. Mögliche Verfahren zur Bestimmung der Abfindungshöhe.....	256

I.	Abfindungsbestimmung im Ausschlussverfahren	
	gem. § 39b WpÜG.....	256
II.	Abfindungsbestimmung im Spruchverfahren.....	259
1.	1. Analogiefähigkeit der Regelungen des Spruchverfahrens.....	260
2.	2. Vergleichbare Interessenlage	260
3.	3. Planwidrigkeit der Verfahrensgestaltung.....	261
III.	Abfindungsbestimmung vor den ordentlichen Gerichten.....	263
IV.	Fazit.....	264
§ 7	Zusammenfassung	265
	Literaturverzeichnis.....	271