

## Inhaltsverzeichnis

<b>GELEITWORT</b> .....	<b>V</b>
<b>VORWORT</b> .....	<b>VII</b>
<b>INHALTSVERZEICHNIS</b> .....	<b>IX</b>
<b>ABBILDUNGS- UND TABELLENVERZEICHNIS</b> .....	<b>XV</b>
<b>ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS</b> .....	<b>XVI</b>
<b>SYMBOLVERZEICHNIS</b> .....	<b>XX</b>
<b>I. EINLEITUNG</b> .....	<b>I</b>
I.1. PROBLEMSTELLUNG .....	1
I.2. BEGRIFFSABGRENZUNG.....	5
<b>II. AUSSCHLUSS VON MINDERHEITSAKTIONÄREN IN DER     RECHTSPOLITISCHEN DISKUSSION</b> .....	<b>7</b>
II.1. SQUEEZE-OUT NACH DEUTSCHEM RECHT DE LEGE LATA .....	7
II.1.1. <i>Regelungsgegenstand der §§ 327 a - 327 f AktG</i> .....	7
II.1.1.1. Übertragung der Aktien auf den Hauptaktionär nach § 327 a AktG ..	7
II.1.1.2. Barabfindung nach § 327 b AktG .....	9
II.1.1.3. Rechtsbehelfe der Minderheitsaktionäre .....	11
II.1.2. <i>Rechtsdogmatische Einordnung</i> .....	13
II.1.2.1. Grundlagen.....	13
II.1.2.2. Morphologie des Aktionärsausschlusses vor der Squeeze-out- Einführung .....	14
II.1.2.2.1. Mittelbare Ausschlussmöglichkeiten .....	15
II.1.2.2.2. Unmittelbare Ausschlussmöglichkeiten.....	18
II.1.2.3. Ergebnis der morphologischen Untersuchung.....	24
II.1.2.4. Squeeze-out im Lichte verbandsrechtlicher Dogmatik.....	25
II.1.2.4.1. Morphologie der Mitgliedschaftsrechte und -pflichten.....	26
II.1.2.4.2. Aktionärsrechte .....	27
II.1.2.4.2.1. Vermögensrechte .....	28
II.1.2.4.2.2. Mitwirkungsrechte (Verwaltungsrechte).....	30
II.1.2.4.2.3. Schutzrechte (Klagerechte).....	32
II.1.2.4.3. Aktionärspflichten .....	33
II.1.2.4.3.1. Beitragspflichten.....	33
II.1.2.4.3.2. Treupflichten.....	34

II.1.2.4.4. Materielle Beschlusskontrolle .....	37
II.1.2.4.5. Rechtsmissbrauchskontrolle .....	46
II.1.2.4.6. Gleichbehandlungsgebot .....	47
II.1.3. <i>Verfassungsrechtliche Bewertung des Squeeze-out nach</i>	
§§ 327 a ff. AktG .....	49
II.1.3.1. Grundlagen .....	49
II.1.3.2. Formelle Verfassungsmäßigkeit .....	49
II.1.3.3. Materielle Verfassungsmäßigkeit .....	50
II.1.3.4. Abfindungszahlung aus verfassungsrechtlicher Sicht .....	56
II.2. SYSTEMKOMPARATISTIK .....	57
II.2.1. <i>Squeeze-out nach US-amerikanischem Recht</i> .....	57
II.2.1.1. Ursachen für den Ausschluss von Minderheitsaktionären .....	57
II.2.1.2. Freeze-out-Techniken .....	59
II.2.1.3. Schutz der Minderheitsaktionäre .....	60
II.2.1.3.1. Bundesrecht .....	60
II.2.1.3.1.1. Grundlagen .....	60
II.2.1.3.1.2. SEC Rule 10b-5 .....	61
II.2.1.3.1.3. SEC Rule 13e-3 .....	63
II.2.1.3.2. Einzelstaatliches Recht .....	63
II.2.1.3.2.1. Business-purpose-test .....	64
II.2.1.3.2.2. Entire-fairness-test .....	64
II.2.1.3.2.3. Appraisal remedy .....	71
II.2.1.3.2.4. Neueste Entwicklungen in der Rechtsprechung .....	73
II.2.2. <i>Squeeze-out nach britischem Recht</i> .....	77
II.2.2.1. Grundlagen .....	77
II.2.2.2. Zwangsausschluss nach Sections 428 ff. Companies Act 1985 .....	77
II.2.2.3. Zwangsausschluss nach Sections 425 ff. Companies Act 1985 .....	79
II.2.3. <i>Weitere in Europa geltende Squeeze-out-Regelungen</i> .....	80
II.2.4. <i>Squeeze-out nach neuem EU-Recht</i> .....	84
II.2.5. <i>Regierungsentwurf eines Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes</i> .....	87
II.2.6. <i>Ergebnis des Rechtsvergleichs</i> .....	88
<b>III. UNTERSUCHUNGSKRITERIEN DER SOZIALÖKONOMISCHEN</b>	
<b>ANALYSE</b> .....	<b>93</b>
III.1. GRUNDLAGEN .....	93

III.2. ALLOKATIONSZIELE .....	95
III.2.1. Maßstäbe wirtschaftlicher Effizienz .....	95
III.2.2. Theorie der Verfügungsrechte .....	101
III.2.3. Senkung von Agency-Kosten und Sicherung einer funktionsfähigen Corporate Governance .....	107
III.2.3.1. Agency-theoretische Grundlagen .....	107
III.2.3.2. Corporate-Governance-theoretische Grundlagen .....	116
III.2.4. Kapitalmarkteffizienz .....	122
III.3. UNTERNEHMENSINTERESSE ALS RECHTSPOLITISCHES ZIEL .....	135
III.4. GERECHTIGKEIT ALS RECHTSPOLITISCHES ZIEL .....	137
III.4.1. Der Begriff Gerechtigkeit .....	138
III.4.2. Verfahrensgerechtigkeit .....	143
III.4.3. Ergebnisgerechtigkeit .....	145
III.4.4. Konsenstheoretischer Ansatz .....	147
III.5. ZUSAMMENFASSUNG DER UNTERSUCHUNGSKRITERIEN .....	149
<b>IV. SOZIALÖKONOMISCHE ANALYSE DES AUSSCHLUSSES VON MINDERHEITSAKTIONÄREN DEM GRUNDE NACH .....</b>	<b>153</b>
IV.1. AGENCY-THEORETISCHE ANALYSE .....	153
IV.1.1. Grundlagen .....	153
IV.1.2. Agency-theoretische Analyse aus Sicht des Markts für Unternehmenskontrolle .....	153
IV.1.2.1. Grundlagen des Markts für Unternehmenskontrolle .....	153
IV.1.2.2. Öffentliche Übernahmeangebote .....	159
IV.1.2.2.1. Grundlagen .....	159
IV.1.2.2.2. Trittbrettfahrerverhalten der Zielgesellschaftsaktionäre .....	162
IV.1.2.2.3. Überwindung des Trittbrettfahrerverhaltens durch den Ausschluss von Minderheitsaktionären .....	166
IV.1.2.2.4. Gefahren des Aktionärsausschlusses .....	169
IV.1.2.2.5. Beurteilung der Notwendigkeit des Aktionärsausschlusses .....	172
IV.1.2.2.5.1. Berücksichtigung von Unsicherheit .....	172
IV.1.2.2.5.2. Berücksichtigung nicht-atomistischer Eigentümer- strukturen .....	174
IV.1.2.2.5.3. Berücksichtigung eines Ex-ante-Großaktionärs als Bieter ..	177
IV.1.2.2.5.4. Berücksichtigung von Fremdkapital .....	182

IV.1.2.2.5.5. Berücksichtigung von Aktionärsdemokratie .....	184
IV.1.2.2.5.6. Berücksichtigung von Risiko-Arbitrageuren.....	189
IV.1.2.2.5.7. Berücksichtigung von <i>noise traders</i> .....	196
IV.1.2.2.5.8. Berücksichtigung von ex post opportunistischem Ver- halten.....	201
IV.1.2.2.6. Lösungsansatz zur Überwindung der residualen Ineffizienzen	207
IV.1.2.2.7. Beurteilung des in Deutschland geltenden Ausschlussrechts ...	212
IV.1.2.2.8. Vorausgesetzte Beteiligungsschwelle des § 327 a AktG .....	214
IV.1.2.2.9. Flankierende Maßnahme: Andienungsrecht.....	215
IV.1.2.2.10. Zwischenfazit .....	218
IV.1.2.3. Private Kontrollblocktransaktionen .....	220
IV.1.2.3.1. Grundlagen .....	220
IV.1.2.3.2. Externe Effekte bei außerbörslichen Unternehmenskontrollwechseln .....	222
IV.1.2.3.3. Ausschluss von Minderheitsaktionären bei außerbörslichen Unternehmenskontrollwechseln .....	225
<i>IV.1.3. Agency-theoretische Analyse aus Sicht einer effizienten Corporate Governance .....</i>	<i>227</i>
IV.1.3.1. Grundlagen.....	227
IV.1.3.2. Ergebnisse von Going-Private-Transaktionen.....	229
IV.1.3.3. Motive für Going Privates .....	235
IV.1.3.3.1. Einordnung des Going Private als Corporate-Governance- Transaktion.....	235
IV.1.3.3.2. Going Private als befristete Maßnahme zur Überwindung von Ineffizienzen .....	237
IV.1.3.3.3. Going Private als langfristiger Corporate-Governance- Strukturwandel .....	241
IV.1.3.4. Beurteilung der Squeeze-out-Vorschrift vor dem Hintergrund der Going-Private-Diskussion.....	247
<i>IV.1.4. Agency-theoretische Analyse unter Einbeziehung des Erpressungspotenzials der Minderheitsaktionäre.....</i>	<i>250</i>
IV.2. ANALYSE AUS SICHT DES UNTERNEHMENSINTERESSES .....	256
IV.2.1. Grundlagen.....	256
IV.2.2. Beurteilung aus Sicht der Arbeitnehmer/Innen.....	256

IV.2.3. <i>Beurteilung aus Sicht der Gläubiger</i> .....	262
IV.2.4. <i>Beurteilung aus Sicht des Staats als Steuergläubiger</i> .....	263
IV.3. ANALYSE AUS SICHT DER VERFAHRENGERECHTIGKEIT .....	267
IV.3.1. <i>Grundlagen</i> .....	267
IV.3.2. <i>(Hypothetische) Marktlösung im Sinne einer auf Chancengleichheit           abstellenden Verfahrensgerechtigkeit</i> .....	267
IV.3.3. <i>Vorschlag eines Verfahrensgerechtigkeit gewährleistenden           Minderheitsaktionärsausschlusses de lege ferenda</i> .....	270
IV.4. ERGEBNIS DER SOZIALÖKONOMISCHEN ANALYSE DEM GRUNDE NACH .....	275
<b>V.    <b>SOZIALÖKONOMISCHE ANALYSE DES AUSSCHLUSSES VON           MINDERHEITSAKTIONÄREN DER HÖHE NACH</b></b> .....	<b>279</b>
V.1. EINLEITUNG.....	279
V.2. ANLÄSSE UND DOGMATIK DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG .....	280
V.3. ANGEMESSENE ABFINDUNG.....	282
V.3.1. <i>Typisierung einer angemessenen Abfindung</i> .....	285
V.3.2. <i>Transaktionsspezifische Wertkomponenten</i> .....	290
V.3.2.1. <i>Grundlagen</i> .....	290
V.3.2.2. <i>Unmittelbare Wertbeiträge</i> .....	290
V.3.2.3. <i>Mittelbare Wertbeiträge</i> .....	293
V.3.3. <i>Kapitalmarkttheoretische Analyse</i> .....	301
V.3.3.1. <i>Abfindung zum Stand-alone-Wert</i> .....	304
V.3.3.2. <i>Abfindung zum Übernahmepreis</i> .....	308
V.3.3.3. <i>Zwischenfazit</i> .....	312
V.3.4. <i>Quantifizierung der unmittelbaren und mittelbaren Wertbeiträge</i> .....	314
V.3.5. <i>Verteilungsregeln</i> .....	316
V.3.6. <i>Minderheitsabschlag</i> .....	319
V.3.7. <i>Empirische Bestandsaufnahme</i> .....	322
V.3.7.1. <i>Übernahmeprämien bei der Abfindung von Minderheits-                     aktionären</i> .....	322
V.3.7.2. <i>Überrenditen von Squeeze-out-Kandidaten</i> .....	326
V.3.7.3. <i>Verteilung der Wertbeiträge</i> .....	332
V.3.7.4. <i>Bedeutung des Anlegerschutzes</i> .....	334
V.3.7.5. <i>Zwischenfazit</i> .....	336

V.3.8. Alternativer Lösungsansatz zur Gewährleistung einer angemessenen Abfindung .....	341
V.4. ANALYSE ALTERNATIVER ABFINDUNGSWERTBESTIMMUNGSVERFAHREN...	350
V.4.1. Abfindung auf Grundlage von Zukunftserfolgswertverfahren .....	350
V.4.1.1. Grundlagen.....	350
V.4.1.2. Ertragswertverfahren.....	351
V.4.1.3. Discounted-Cashflow-Verfahren .....	353
V.4.1.3.1. Free-Cashflow-Verfahren.....	354
V.4.1.3.2. Prognose der Free-Cashflows.....	355
V.4.1.3.3. Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes.....	357
V.4.1.3.3.1. Fremdkapitalkosten.....	358
V.4.1.3.3.2. Eigenkapitalkosten.....	358
V.4.1.4. Ergebnis der Analyse von Abfindungen auf Grundlage von Zukunftserfolgswerten .....	370
V.4.2. Abfindung auf Grundlage von Marktpreisen .....	371
V.4.2.1. Grundlagen.....	371
V.4.2.2. Relevanz von Marktpreisen in Abfindungsfällen de lege lata.....	372
V.4.2.3. Analyse der Eignung von Marktpreisen als Gegenleistung.....	380
V.4.2.3.1. Ausgangspunkt der Überlegungen .....	380
V.4.2.3.2. Opportunistisches Verhalten des Hauptaktionärs .....	382
V.4.2.3.3. Adverse Selektion.....	386
V.4.2.3.4. Bewertung des adversen Selektionseffekts .....	391
V.4.2.3.5. Markteffizienz .....	399
V.4.2.4. Sonderfall: Relevanz von Vorerwerbspreisen .....	402
V.4.3. Vergleich zwischen marktpreis- und zukunftserfolgswertinduzierten Abfindungsermittlungen: Eine modelltheoretische Gegenüberstellung .	405
V.5. ERGEBNIS DER SOZIALÖKONOMISCHEN ANALYSE DER HÖHE NACH .....	411
<b>VI. THESENFÖRMIGE ZUSAMMENFASSUNG.....</b>	<b>417</b>
<b>LITERATURVERZEICHNIS.....</b>	<b>429</b>
<b>RECHTSQUELLENVERZEICHNIS .....</b>	<b>474</b>
<b>RECHTSPRECHUNGSVERZEICHNIS.....</b>	<b>477</b>