Das neue Recht des Squeeze out

von

Professor Dr. Holger Fleischer, Dipl.-Kfm., LL.M., Göttingen

Inhaltsübersicht ZGR 2002, 757–789

I. Einführung . . . 757

II. Grundlagen . . . 758
1. Dogmatische Einordnung . . . 758
2. Rechtspolitische Rechtfertigung . . . 760
3. Verfassungsrechtliche Statthaftigkeit . . . 763
4. Konzeptionelle Neuorientierung . . . 766
5. Zwischenbefund . . . 768

III. Rechtspolitische Ungereimtheiten . . . 768
1. Inkongruenzen von Ausschlussrecht und Pflichtangebot . . . 768
2. Fehlende zeitliche Begrenzung des Ausschlussrechts . . . 769
3. Erstreckung auf nicht börsennotierte Gesellschaften . . . 770
4. Fehlendes Austrittsrecht der Restminderheit . . . 773

IV. Einzelfragen . . . 774
1. Erreichen des Schwellenwertes von 95 % . . . 774
2. Barabfindung . . . 779
3. Rechtsbehelfe . . . 783
4. Verhältnis zu anderen Ausschlusstechniken . . . 788

V. Schluss . . . 789

I. Einführung

Von dem amerikanischen Staatsmann *Alexander Hamilton* stammt der Satz, dass Gesetze so lange toter Buchstabe bleiben, bis Gerichte ihre wahre Bedeutung und Anwendung erläutern.[1] Danach wird man also mit einem endgültigen Urteil über die §§ 327a ff AktG noch eine Weile zuwarten müssen. Eine vorläufige Annäherung ist aber gewiss gestattet und aus zwei Gründen wohl auch angezeigt: Zum einen hat die Rechtswissenschaft die Ausformung

1 Zitiert nach Nash/Zullo, Lawyer's Wit and Wisdom, Quotations on the Legal Profession in Brief, 1995, S. 153: „Laws are a dead letter without courts to expound and define their true meaning and operation."

der neuen Rechtsfigur angeregt[2], maßgeblich mitgeprägt[3] und in Teilen auch kritisch begleitet.[4] Zum anderen hört man aus der Rechtspraxis, dass die Feuerprobe der neuen Vorschriften unmittelbar bevorstehe oder schon erfolgt sei.[5] Grund genug also für einen ersten orientierenden Rundgang durch das Gesetz. Dabei wird sich auch Gelegenheit ergeben, die zahlreichen Beiträge aus jüngster Zeit zu berücksichtigen, die das neue Recht des *Squeeze out* mit einer ersten literarischen Glosse versehen haben.[6]

II. Grundlagen

1. Dogmatische Einordnung

Die Tragweite gesetzlicher Neuerungen lässt sich vielleicht am besten abschätzen, wenn man sie mit dem bisherigen Normenbestand vergleicht. Eine solche Gegenüberstellung verdeutlicht, dass der Ausschluss von Minderheitsaktionären nach § 327a AktG tiefer in das aktienrechtliche Dogmengebäude eingreift als bisweilen angenommen.[7]

2 Vgl. in zeitlicher Reihenfolge: Than, FS Claussen, 1997, S. 421–422; Forum Europaeum Konzernrecht, ZGR 1998, 672, 732–739; DAV-Handelsrechtsausschuss, NZG 1999, 850; Schiessl, AG 1999, 442, 451–452; Baums, Gutachten F zum 63. Deutschen Juristentag, 2000, F 116–F 117.

3 Vgl. aus dem reichhaltigen Schrifttum zum Diskussions-, Referenten- und Regierungsentwurf Ph. Baums, WM 2001, 1843; Ehricke/Roth, DStR 2001, 1120; Halm, NZG 2000, 1162; Heidel/Lochner, DB 2001, 2031; Kallmeyer, AG 2000, 59; Kiem, in: Henze/Hoffmann-Becking, Gesellschaftsrecht 2001, 2001, S. 329; Kossmann, NZG 1999, 1198; Land/Hasselbach, DB 2000, 557; Rühland, WM 2000, 1884; Ders., NZG 2001, 448; Schwichtenberg, DStR 2001, 2075; Wenger/Kaserer/Hecker, ZBB 2001, 317. Monographisch Ph. Baums, Ausschluss von Minderheitsaktionären, 2001; Hecker, Regulierung von Unternehmensübernahmen und Konzernrecht, 2000, S. 47 ff und passim.

4 Vgl. vor allem die Grundsatzkritik von Habersack, ZIP 2001, 1230; in Teilbereichen kritisch auch Vetter, ZIP 2000, 1817; Ders., DB 2001, 743.

5 Letzthin FAZ Nr. 45 vom 22. Februar 2002, S. 27: „Allianz nutzt erstmals Squeeze-out" mit Hinweisen auf weitere *Squeeze out*-Kandidaten sowie AG 2002, R 199, wonach sich gegenwärtig 50–60 Börsengesellschaften mit einem *Squeeze out*-Verfahren beschäftigen.

6 Vgl. Angerer, BKR 2002, 260; Grunewald, ZIP 2002, 18; Krieger, BB 2002, 53; Sieger/Hasselbach, ZGR 2002, 120; Vetter, AG 2002, 176; Vossius, ZIP 2002, 511; Zinser, M&A Review 2002, 15. Aus der Kommentarliteratur Grzimek, in: Geibel/Süßmann, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2002, Art. 7: §§ 327a–327f AktG; Hüffer, Komm. z. AktG, 5. Aufl., 2002, §§ 327a–327f.

7 Ähnlich Vetter, AG 2002, 176, 177: „entscheidende Veränderung der verbandsrechtlichen Grundlagen des Aktienrechts"; ferner Habersack, ZIP 2001, 1230, 1235: „Fremdkörper"; Kiem, aaO (Fn. 3), S. 329, 332: „Fremdkörper im deutschen Gesellschaftsrecht". Für die Kraftloserklärung nach Art. 33 BEHG, das schweizerische Gegenstück zum *Squeeze out*, Kunz, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, 2001, § 10 Rdn. 190, wonach ein ehernes Prinzip des Aktienrechts nicht unerheblich

a) Ausschlusstechniken im bisherigen Recht

Das überkommene Tableau der Ausschlusstatbestände im Aktienrecht ist rasch vorgestellt. Eingeschliffener Systematik zufolge pflegt man zwischen unmittelbarem und mittelbarem Gesellschafterausschluss zu unterscheiden.[8] Zur ersten Gruppe gehören der Ausschluss säumiger Aktionäre im Kaduzierungsverfahren gemäß § 64 AktG sowie die Einziehung von Aktien nach Maßgabe des § 237 AktG. Hinzu gesellt sich nach vordringender Auffassung der Ausschluss aus wichtigem Grund, der entgegen einer überholten, aber noch nicht revidierten Rechtsprechung[9] jedenfalls in personalistischen Gesellschaften zulässig sein sollte.[10] Falls ein Vorschlag der Corporate Governance-Kommission berücksichtigt wird[11], könnten zukünftig noch rückerwerbbare Aktien nach dem Vorbild der angelsächsischen *redeemable shares* dazu stoßen.[12] Die zweite Gruppe des mittelbaren Ausschlusses umfasst die so genannte übertragende Auflösung i. S. d. § 179a AktG, deren Einpassung in das aktien- und umwandlungsrechtliche Koordinatensystem inzwischen weithin bewältigt ist[13], und die Mehrheitseingliederung nach § 320 AktG, an die sich die neuen Vorschriften in vielerlei Hinsicht anlehnen.[14]

b) Einbrüche in das aktienrechtliche Dogmengebäude

Diesen verstreuten Spezialvorschriften, die sich sämtlich durch enge Tatbestandsvoraussetzungen auszeichnen, stellt der Gesetzgeber nunmehr in

relativiert werde; Köpfli, SJZ 94 (1998), 53, 59: „kapitalmarktrechtliche Ausnahme vom aktienrechtlichen Prinzip".

8 Grundlegend Wiedemann, Gesellschaftsrecht, Bd. I, 1980, S. 383.

9 Vgl. BGHZ 9, 157; 18, 350, 365.

10 Ebenso Becker, ZGR 1986, 386; Grunewald, Der Ausschluss aus Gesellschaft und Verein, 1987, S. 52 ff; Reinisch, Ausschluss von Aktionären aus der Aktiengesellschaft, 1992; K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 3. Aufl., 1997, S. 811–812.

11 Vgl. Baums, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rdn. 235–236; zuvor bereits der rechtspolitische Vorstoß von Habersack, FS Lutter, 2000, S. 1329.

12 Zum englischen Recht Ferran, Company Law and Corporate Finance, 1999, S. 430–454; zum US-amerikanischen Recht Cox/Hazen/O'Neal, Corporations (Loseblatt, Stand: 1998), § 18.13; Ward/Welch/Turezyn, in: Folk on the Delaware General Corporation, 4th ed. (Loseblatt, Stand: 2002), § 151.5.3; zu einer neu eingeführten Regelung im spanischen Recht Arts. 92bis –92ter *Ley de Sociedades Anónimas*; ausführlich dazu García-Cruces Gonzáles, in: Arroyo/Embid, Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas, 2001, Vol. I, S. 903–944.

13 Vgl. OLG Stuttgart ZIP 1995, 1515; BayObLG ZIP 1998, 2002; Henze, FS Peltzer, 2001, S. 181; Lutter/Drygala, FS Kropff, 1997, S. 191; Wiedemann, ZGR 1999, 857.

14 Dazu Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 32; Pötzsch/Möller, WM 2000, Sonderbeilage Nr. 2, S. 30.

§ 327a AktG einen breitflächigen und voraussetzungslosen Ausschlussgrund an die Seite. Welche dogmatische Dynamik dieser Norm innewohnt, wird deutlich, wenn man sich vor Augen führt, dass sie gleich in dreierlei Richtung Fliehkräfte entfaltet: *Erstens* überschreitet sie den kapitalmarktrechtlichen Bezugsrahmen des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes: Sie gilt nämlich nicht nur für Aktiengesellschaften, deren Anteile zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, sondern auch für Freiverkehrswerte und sogar für börsenferne Familiengesellschaften.[15] *Zweitens* knüpft sie weder an einen Kontrollwechsel noch an eine sonstige Strukturänderung an: Sie kann vom Hauptaktionär vielmehr jederzeit aktiviert werden und verlangt insbesondere kein vorgängiges Vollangebot.[16] *Drittens* transzendiert sie – entgegen ihrer systematischen Stellung im Gesetz – auch die Grenzen des Konzernrechts: Der Hauptaktionär braucht weder eine Aktiengesellschaft zu sein noch sonstwie Unternehmenseigenschaft aufzuweisen: privater Mehrheitsbesitz genügt – worin freilich eine Parallele zum Bieterbegriff des § 2 Abs. 4 WpÜG liegt.[17] Aus alledem folgt, dass mit den neuen *Squeeze out*-Regeln zuvor uneinnehmbare Bastionen des mitgliedschaftlichen Rechtsverhältnisses geschleift werden. Das spricht nicht notwendig gegen ihre Sinnhaftigkeit, erhöht aber die rechtspolitische Rechtfertigungslast.

2. *Rechtspolitische Rechtfertigung*

a) *Gesetzgeberische Motive*

Die Regierungsbegründung führt für die Verbreiterung der Ausschlussrechte ein ganzes Motivbündel an.[18] Wie immer bei solchen Begründungskaskaden sind die vorgebrachten Einzelargumente von unterschiedlicher Überzeugungskraft. Einleuchtend erscheint mir, dass ein Bieter im Anschluss an ein Gesamtübernahmeangebot die Möglichkeit haben soll, Restminderheiten auszukaufen.[19] Dies mildert manche Härten des Pflichtangebots[20] und moti-

15 Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 32.

16 Deutlich in diesem Sinne Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 32 mit dem – von der jüngsten Rechtspraxis widerlegten – Zusatz, dass in der Mehrzahl der Fälle ein Pflichtangebot vorausgehen werde.

17 Dazu Fleischer, in: Fleischer/Kalss, Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2002, § 3 IV 2 c.

18 Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 31–32.

19 Ebenso Baums, in: von Rosen/Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, 1999, S. 165, 181–182; neuerdings auch Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, 2002, Chapter 3, 3.1. Für das englische

viert den Bieter obendrein, den Minderheitsaktionären von Anbeginn ein attraktives Angebot zu unterbreiten, um die magische Grenze von 95 % zu überschreiten. Weiter wird man ein praktisches Bedürfnis nicht leugnen können, Splitterbesitz einzusammeln, dessen Besitzer sich nicht aufspüren lassen.[21] Ein Hinweis darauf fand sich schon in der Regierungsbegründung des Aktiengesetzes von 1965 zur Mehrheitseingliederung[22], und ebenso argumentierte das *Greene Committee* in England, als es im Jahre 1929 eine Auskaufsmöglichkeit von Restminderheiten vorschlug.[23] Der Anwendungsbereich des § 327a AktG geht allerdings über diese beiden Fallgestaltungen weit hinaus und verlangt daher nach einer breiteren Legitimationsbasis. Die Regierungsbegründung rückt den erheblichen Kostenaufwand in den Vordergrund, der durch Splitterbeteiligungen verursacht werde.[24] Daran ist sicher richtig, dass eine monolithische Aktionärsstruktur Kostenersparnisse mit sich bringt, wiewohl „das Spiel der AG" auch bei Einpersonengesellschaften „konsequent zu spielen"[25] ist.[26] Weiterhin wird man nicht in Abrede stellen, dass ein *Squeeze out* die Konzernreorganisation vereinfachen und beschleunigen kann.[27] Endlich mag das Gesellschaftsvermögen nach einem erfolgten Zwangsausschluss im Wert steigen, weil es fortan leichter fällt, Geschäftsgeheimnisse zu wahren, und allfällige *agency*-Probleme an Bedeutung einbüßen.[28] Man vermisst in der Reformdiskussion allerdings einen Hinweis darauf, warum sich das angestrebte Ergebnis nicht auf marktkonforme Weise

Recht Farrar/Hannigan, Company Law, 4th ed., 1998: „So although the notion of compulsory acquisition has overtones of squeeze out and oppression making a company a wholly-owned subsidiary can be a perfectly legitimate objective and, provided a fair price is paid for the shares acquired, it should be unobjectionable."

20 Ähnlich Report of the High Level Group, aaO (Fn. 19), Chapter 3, 3.1. a) S. 61: „The squeeze-out right may be viewed as a counterpart to the mandatory bid rule." Ausführlich zur rechtsökonomischen Beurteilung des Pflichtangebots Houben, WM 2000, 1873; Rau-Bredow, DBW 59 (1999) 763; zusammenfassend Fleischer, aaO (Fn. 17), § 1 V 2 b.

21 Dazu BT-Drucks. 14/7034, S. 31–32; aus dem Schrifttum Baums, aaO (Fn. 19), S. 165, 182.

22 Vgl. Kropff, Aktiengesetz, 1965, S. 424.

23 Zum Problem des *untraceable shareholder* näher Farrar/Hannigan, aaO (Fn. 19), S. 608; vgl. nunmehr auch sec. 430C(5) Companies Act 1985.

24 Vgl. BT-Drucks. 14/7034, S. 31–32.

25 Anschaulich für die Parallelregelung im schweizerischen Recht Köpfli, SJZ 94 (1998), 53, 57, Fn. 71.

26 In dieselbe Richtung der Hinweis bei Habersack, ZIP 2001, 1230, 1234, wonach die §§ 311 ff AktG auch auf die abhängige Einpersonen-AG anwendbar sind.

27 Vgl. DAV-Handelsrechtsausschuss, NZG 1999, 850.

28 Vgl. Clark, Corporate Law, 1986, S. 510; Easterbrook/Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, 1991, S. 134.

erreichen lässt: Verhandlungen zwischen den Beteiligten sollten an sich zu allseits zufriedenstellenden Ergebnissen führen, falls durch den Zwangsausschluss tatsächlich ein Wertzuwachs zu erwarten ist.

b) Verhandlungstheoretische Legitimation eines gesetzlichen Ausschlussrechts

Hier helfen die Einsichten der modernen Verhandlungstheorie. Zwar könnte ein Hauptaktionär Restminderheiten zu einer freiwilligen Anteilsveräußerung veranlassen. Eine solche Verhandlungslösung ist jedoch mit Transaktionskosten verbunden[29], und sie kann vor allem am strategischen Verhalten der Gegenseite scheitern: Weil der Minderheitsaufwand auch bei schrumpfendem Splitterbesitz im Wesentlichen gleich bleibt, kann es sich für einen Kleinaktionär lohnen, seine Beteiligung als letzter zu veräußern, um die höchstmögliche Verkäuferrente abzuschöpfen. Rechtsökonomen sprechen plastisch von einem *Holdout*-Problem[30], zu dessen Überwindung ein Zwangsauskauf beitragen kann.[31] Derselben ökonomischen Logik gehorcht im Übrigen der staatliche Zwangseingriff durch Enteignung[32], der es gestattet, marktförmige Verhandlungen durch eine gesetzliche *exit*-Option abzubrechen – eine Beobachtung, auf die sogleich im Zusammenhang mit der verfassungsrechtlichen Würdigung des *Squeeze out* zurückzukommen ist.[33]

c) Minderheitenschutz und Kapitalmarkttiefe

Sprechen sonach gewichtige rechtspolitische und rechtsökonomische Gründe für einen Zwangsausschluss, so wird man bei seiner Einzelausformung dem Minderheitenschutz allerdings in angemessener Weise Rechnung

29 Allein darauf abstellend Wenger/Kaserer/Hecker, ZBB 2001, 317, 323.

30 Vgl. Posner, Economic Analysis of Law, 5th ed., 1998, S. 458: „But especially where the minority shareholders are numerous, there is a serious holdout problem (…); gleichsinnig Easterbrook/Fischel, aaO (Fn. 28), S. 134: „It used to be very difficult to force a shareholder to disinvest involuntarily, because courts viewed shares as vested rights that could not be taken without consent. Because this rule of unanimity created intolerable holdout problems and frustrated many efficient corporate transactions, it was jettisoned in favor of a rule that allowed the majority to freeze out minority shareholders.“; zuletzt Report of the High Level Group, aaO (Fn. 19), Chapter 3, 3.1. a), S. 60: „hold-ups“.

31 Ebenso die Argumentationsreihe bei Baums, aaO (Fn. 19), S. 165, 182.

32 Eine solche Parallele andeutend auch Posner, aaO (Fn. 30), S. 457: „The majority has a power of eminent domain with respect to the minority's shares.“

33 Vgl. sogleich unter 3.

tragen müssen. Darin liegt nicht nur ein rechtsethisches Gebot[34], sondern auch und vor allem eine kapitalmarktliche Notwendigkeit: Empirische Untersuchungen aus neuerer und neuester Zeit legen nämlich den Schluss nahe, dass Breite und Tiefe nationaler Kapitalmärkte wesentlich von der Leistungsfähigkeit minderheitsschützender Vorschriften abhängen.[35] Zwar steht die moderne Kapitalmarktforschung insoweit noch am Anfang, doch kommt die Rechtswissenschaft nicht umhin, sich mit ihren Aussagen ernsthaft auseinanderzusetzen[36], wie dies im US-amerikanischen Schrifttum bereits mit großer Sachkenntnis geschehen ist.[37]

3. Verfassungsrechtliche Statthaftigkeit

a) Aktieneigentum in der Rechtsprechung des BVerfG

Verfassungsrechtlich geben die §§ 327aff AktG beim gegenwärtigen Stand der Rechtsentwicklung zu keinen durchgreifenden Bedenken Anlass. Den maßgeblichen Orientierungspunkt bildet der Moto-Meter-Beschluss des Bundesverfassungsgerichts aus dem Jahre 2000[38], der seinerseits eine in der frühen Feldmühle-Entscheidung vorgezeichnete Begründungslinie bekräftigt

34 Grundlegend Wiedemann, ZGR 1980, 147, 155 ff; im vorliegenden Zusammenhang Ders., ZGR 1999, 857 unter der programmatischen, auf *Dworkin* anspielenden Überschrift „Minderheitsrechte ernst genommen".

35 Vgl. LaPorta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny, 52 J. Fin. 1131 (197); Dies., J. Pol. Econ. 1113 (1998); LaPorta/Lopez-de-Silanes/Shleifer, 54 J. Fin. 471 (1999); Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny, 55 J. Fin. 1 (2000).

36 Erste Ansätze bei Fleischer, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland, das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? Gutachten für den 64. Deutschen Juristentag, 2002, F 22; diesen Aspekt gänzlich übersehend bei der Erörterung mikro- und makroökonomischer Gesichtspunkte Vetter, AG 2002, 176, 184.

37 Eindrucksvoll neuestens Black, 52 UCLA L. Rev. 781 (2001); zuvor bereits Coffee, Iowa J. Corp. L. 1, 2 (1999): „Recent research on corporate governance has found systematic differences among nations in ownership concentration, capital market development, the value of voting rights, and the use of external finance. More importantly, these differences seem to correlate closely with the strength of the legal protections given to minority investors (…) In particular, common law systems seem to vastly outperform civil law legal systems (and particularly French civil law systems) in providing investor protection and, in turn, encouraging capital market growth and ownership dispersion. Most importantly, this new scholarship has found that the size, depth, and liquidity of securities markets correlates directly with the quality of the legal protections given to shareholders."

38 Vgl. BVerfG ZIP 2000, 1670; eingehend dazu Fleischer, DNotZ 2000, 879.

und fortführt.[39] Auch wenn die maßgeblichen Passagen nur die übertragende Auflösung betreffen, wird man ihnen doch die verallgemeinerungsfähige Aussage entnehmen können, dass das unternehmerische Gestaltungsinteresse des Großaktionärs dem Bestandsinteresse des Kleinaktionärs von Verfassungs wegen vorgeordnet werden darf, sofern nur für einen angemessenen Vermögensschutz gesorgt ist.[40] Fast noch bemerkenswerter ist die Beschlussbegründung, die mit dem mitgliedschafts- und dem vermögensrechtlichen Element zwei Einzelausprägungen des korporativen Eigentums unterscheidet: Jenes sei bei Kleinaktionären von vornherein nur von begrenzter Bedeutung, so dass ein grundrechtlicher Eingriff nicht besonders schwer wiege.[41] Außerdem sei es dem zwangsweise ausgeschiedenen Anleger in aller Regel möglich, „eine alternative Kapitalanlage in einem Unternehmen gleicher oder ähnlicher Ausrichtung zu finden"[42] – ein Argument, bei dem zwischen den Zeilen der Portfolio-Gedanke der modernen Kapitalmarkttheorie mitschwingt.[43]

b) Eine Parallele: Cour de Cassation vom 29. April 1997 zum retrait obligatoire

Rechtsvergleichenden Rückhalt findet dieses Abwägungsergebnis in der französischen Spruchpraxis. Den Anstoß gab die vielbeachtete „affaire Sogenal"[44], in der Minderheitsaktionäre rügten, dass der im Dezember 1993 eingeführte *retrait obligatoire* gemäß *Art. 5-6-1 du réglement général du Conseil des Bourses de valeurs* (CBV)[45] gegen die Eigentumsgarantie der Europäischen Menschenrechtskonvention verstoße.[46] Der Kassationshof wies diesen Einwand ebenso zurück wie das weitere Argument, der Zwangsausschluss

39 Vgl. BVerfGE 14, 263, 280 ff.

40 Vgl. Fleischer, DNotZ 2000, 897 („verfassungsrechtliche Unbedenklichkeitsbescheinigung"); Henze, FS Peltzer, S. 181, 190; Hüffer, aaO (Fn. 6), § 327a AktG Rdn. 4; Neye, EWiR 2000, 913, 914; Vetter, AG 2002, 176, 180–183.

41 Vgl. BVerfG ZIP 2000, 1670, 1672.

42 BVerfG ZIP 2000, 1670, 1672.

43 Grundlegend Markowitz, 7 J. Fin. 77 (1952); aus der Lehrbuchliteratur Franke/Hax, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 4. Aufl. (1999), S. 306 ff.

44 Vgl. Poullain, Dr. et patrimonie 1997, 69; Viandier, RJDA 1995, 646.

45 Vgl. Baj, Rev. de droit bancaire 1994, 154; de Nayer, Bull. Joly Bourse 1994, 91; Viandier, RJDA 1994, 783; rechtsvergleichend Schindler, Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften, 1999, S. 337–339.

46 Einen Verstoß gegen Verfassungsrecht und gegen Art. 542 CC bejahend aus dem Schrifttum Forschbach, J.C.P., éd. E, 1994, I, 395 Tz. 30.

breche mit dem *pacte social* zwischen Anteilseignern und Gesellschaft.[47] In den Urteilsgründen heißt es dazu, der *retrait obligatoire* fördere die *utilité publique*, auch wenn die Allgemeinheit nicht unmittelbar von dem Aktienübergang auf den Hauptaktionär profitiere.[48] Etwas verkürzt steht dahinter wohl die Vorstellung, dass der Zwangsausschluss die Führung von Handelsgesellschaften im allgemeinen und von Unternehmensgruppen im besonderen erleichtere und daher auch dem *intéret général* diene.[49]

c) Eine weitere Bestätigung: Europäische Kommission für Menschenrechte vom 12. Oktober 1982

Eine ähnliche Sichtweise hatte sich bereits zuvor in der Spruchpraxis zur Europäischen Menschenrechtskonvention durchgesetzt, die vielfach auch in den innerstaatlichen Rechtsraum hineinwirkt.[50] In der Rechtssache Lars Bramelid und Anne-Marie Malmström gegen Schweden aus dem Jahre 1982[51] war über eine Bestimmung des schwedischen Aktiengesetzes zu befinden, die einer Muttergesellschaft das Recht verlieh, bei einem Anteilsbesitz von mindestens 90 % die restlichen Aktien ihrer Tochtergesellschaft zu einem Preis zu erwerben, der von einem Schiedsgericht festgelegt wurde. Die Europäische Kommission für Menschenrechte stellte zunächst fest, dass Aktien als mittelbares Recht am Vermögen der Gesellschaft dem Eigentumsschutz von Art. 1 Abs. 1 des Ersten Zusatzprotokolls zur Europäischen Menschenrechtskonvention unterfielen[52], der Zwangsauskauf mangels Verfolgung eines öffentlichen Interesses aber keine Enteignung im Sinne der Konvention dar-

47 Vgl. Cass. com., 29. 4. 1997, Rev. soc. 1998, 337 mit Anm. Bucher; im Ergebnis ebenso die Vorinstanz: App. Paris, 16.5.1995, Rev. soc. 1995, 535 mit Anm. Faugérolas; rechtsvergleichend Lübking, Ein einheitliches Konzernrecht für Europa, 2000, S. 286–289.

48 Vgl. Cass. com., Rev. soc. 1997, 337, 341: „(…) répond à l'utilité publique quand bien même la collectivité dans son ensemble ne servirait ou ne profiterait pas par elle-même du bien transféré (…)."

49 In diesem Sinne auch Bucher, Rev. soc. 1998, 341, 345: „Mais ils auraient tout aussi bien pu répondre que peu importe que l'actionnaire majoritaire soit le seul béneficiaire apparant du retrait des minoritaires, pour autant que cette procédure prise en soi favorise la gestion des groupes et plus généralement des sociétés commerciales." Ähnlich Report of the High Level Group, aaO (Fn. 19), Chapter 3, 3.1. b), S. 61: „There is indeed a general and public interest in having companies efficiently managed on the one hand, and securities markets sufficiently liquid on the other hand."

50 Dazu BVerfGE 74, 358, 370; 82, 106, 114 ff; aus dem Schrifttum Limbach, NJW 2001, 2913, 2915; Walter, ZaÖRV 1999, 961, 965; Uerpmann, JZ 2001, 568, 570.

51 Vgl. EuGRZ 1983, 428.

52 In diesem Sinne bereits EGMR EuGRZ 1988, 50; allgemein zum Eigentumsschutz der EMRK Fiedler, EuGRZ 1996, 354.

stelle. Sodann würdigte sie die schwedische Bestimmung am Maßstab der Eigentumsgarantie, ohne einen Grundrechtsverstoß erkennen zu können: Ein Zwangskauf sei in zahlreichen Mitgliedstaaten anzutreffen und für das Leben in einer demokratischen Gesellschaft grundsätzlich erforderlich. Allerdings müsse überprüft werden, ob die Übertragung nicht zu einem Ungleichgewicht führe, bei dem eine Privatperson willkürlich und ungerecht ihres Eigentums zugunsten einer anderen Privatperson beraubt werde. Ein solches Ungleichgewicht sei vorliegend aber nicht festzustellen, weil der Preis von sachverständigen Schiedsrichtern in einer sorgfältig begründeten Entscheidung anhand von Kriterien festgestellt worden sei, die nicht willkürlich erschienen.[53]

4. Konzeptionelle Neuorientierung

a) Vom Verbandsmitglied zum Kapitalanleger

Jenseits aller verfassungsrechtlichen Überlegungen zum Aktieneigentum eröffnen die *Squeeze out*-Regeln eine weitere Perspektive, die für die Zukunft des Aktienrechts von noch zentralerer Bedeutung ist. Es geht um die konzeptionelle Einordnung der Aktionärsstellung und die eng damit zusammenhängende Neuvermessung des Spannungsverhältnisses von Mehrheitsherrschaft und Minderheitenschutz. Hier haben sich in jüngerer Zeit bekanntlich Stimmen zu Wort gemeldet, die ein rein verbandsrechtliches Verständnis als verfehlt ansehen und die Doppelrolle des Aktionärs als Verbandsmitglied *und* Kapitalanleger betonen.[54] Mit der Einführung der §§ 327a ff AktG wird dieser Paradigmenwechsel – und hier ist der Begriff wirklich am Platze – nunmehr in Teilbereichen nachvollzogen und weiter vorangetrieben. Deutlich wird dies durch einen vergewissernden Seitenblick auf das Modethema der vergangenen Saison: den Rückzug von der Börse[55], der zwar auch gesellschaftsrechtliche Fragen aufwirft[56], aber durch § 43 Abs. 4 BörsG stets in einen kapitalmarktrechtlichen Kontext eingebettet bleibt.[57] Dieses not-

53 Vgl. Kommission, EuGRZ 1983, 428, dazu auch Frowein/Peukert, Europäische MenschenrechtsKonvention, EMR-Kommentar, 2. Aufl., 1994, Art. 1 1. ZP Rdn. 6.

54 Vgl. Mülbert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 2. Aufl., 1996, S. 97 ff, 154 ff und passim; Ders., in: Großkomm. z. AktG, 4. Aufl., 1999, vor §§ 118–147 Rdn. 201.

55 Vgl. Gross, ZHR 165 (2001) 141; Mülbert, ZHR 141 (2001) 104; monographisch zuletzt Kleppe, Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse, 2002; sowie de Vries, Delisting, 2002.

56 Zur Frage der Hauptversammlungskompetenz OLG München ZIP 2001, 700.

57 Zu dieser Vorschrift Gross, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., 2002, §§ 42, 43 BörsG Rdn. 10 ff.

wendige Bindeglied zum Kapitalmarktrecht fehlt bei den §§ 327a ff AktG, die infolgedessen – bewusst oder unbewusst – das legislatorische Leitbild in ein neues Licht rücken könnten. Hierüber ist eine intensivere wissenschaftliche Aussprache dringend geboten.[58]

b) Ein Kontrapunkt: High Court of Australia vom 8. März 1995 zu proprietary rights der Aktionäre

Dass diese Reformulierung der Aktionärsrolle nicht allenthalben Anklang findet, veranschaulicht eine neuere Entscheidung des *High Court of Australia*[59], die im angelsächsischen Rechtskreis für enormes Aufsehen gesorgt hat[60]: Ein Mutterunternehmen, das 97,7 % der Anteile an der Tochtergesellschaft WCP Ltd hielt, setzte dort mit seiner Stimmenmehrheit eine Satzungsänderung durch, wonach Splitterbeteiligungen zur Erzielung von Steuervorteilen und Kosteneinsparungen in der Verwaltung gegen angemessene Abfindung eingezogen werden sollten. *Mr. Gambotto*, ein Kleinaktionär, rügte die Rechtmäßigkeit des Hauptversammlungsbeschlusses unter Berufung auf sein Aktieneigentum und fand damit in letzter Instanz Gehör. Die Schlüsselsätze des Mehrheitsvotums lauten: „A share is liable to modification or destruction in appropriate circumstances, but it is more than a ‚capitalized dividend stream': it is a form of investment that confers proprietary rights on the investor."[61] In der australischen Literatur ist dieser Richterspruch und die mit ihm verbundene Konzeption des Aktieneigentums allerdings als „no longer in accordance with commercial reality"[62] kritisiert worden[63], und ein führen-

58 Erste Ansätze nunmehr bei Vetter, AG 2002, 176, 177; zuvor bereits Hopt, in: Hommelhoff/Hopt/Lutter, Konzernrecht und Kapitalmarktrecht, 2001, S. 278, 291: „Dahinter stehen Grundvorstellungen über das Aktieneigentum, nämlich ob Aktieneigentum ein noch irgendwie sächlich vermitteltes Eigentum ist (…) oder doch letztlich nur eine geldwerte Position." Zu weitgehend Wolf, ZIP 2002, 153, 156 ff.

59 *Gambotto v. WCP Limited* (1995) 182 CLR 432.

60 Vgl. allein aus der englischen Lehrbuchliteratur Farrar/Hannigan, aaO (Fn. 19), S. 127; Gower/Davies, Principles of Modern Company Law, 6th ed., 1997, S. 711–712; Mayson/French/Ryan, Company Law, 17th ed., 2000, S. 119.

61 *Gambotto v. WCP Limited*, (1995) 182 CLR 432, 447.

62 Vgl. Walton, 12 Australian Journal of Corporate Law (2000) 20: „In reasserting the myth of shareholder corporate ownership and emphasizing the proprietary rights of shareholders, the High Court has given shareholders a primacy that no longer accords with commercial reality, given the emergence of the modern de-personified corporation and the detached, rentier nature of contemporary share investment."

63 Scharf ablehnend auch Whincop, 23 Australian Bus. L. Rev. 276, 291 (1995): „unjustifiable".

des englisches Lehrbuch resümiert, dass englische Gerichte dieser Begründungslinie wohl kaum folgen würden.[64]

5. Zwischenbefund

Zusammenfassend ergibt sich aus alledem, dass die Einführung der §§ 327a ff AktG im Grundsatz nicht zu beanstanden ist. Wiewohl sie einen tiefen Einschnitt in die dogmatischen Strukturen der Mitgliedschaft vornehmen, liegen sie doch in der internationalen Fließrichtung des Aktien- und Kapitalmarktrechts, lassen sich rechtsökonomisch rechtfertigen und sind schließlich für börsennotierte Gesellschaften auch verfassungsrechtlich nicht fehlgewichtet. Es nimmt daher nicht wunder, dass die Neuregelung im Schrifttum fast durchgängig Lob erfahren hat.

III. Rechtspolitische Ungereimtheiten

Ein wissenschaftliches Symposion gibt freilich auch Gelegenheit, der Dithyrambik über die neuen Vorschriften in vier wichtigen Punkten entgegenzutreten.

1. Inkongruenzen von Ausschlussrecht und Pflichtangebot

Ein erster Kritikpunkt betrifft die fehlende Feinabstimmung von Pflichtangebot und Ausschlussrecht: Während dem Minderheitsaktionär die Rechtswohltat des § 35 Abs. 2 WpÜG nur bei Gesellschaften zuteil wird, deren Anteile zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, muss er umgekehrt bei sämtlichen Aktiengesellschaften mit einem Ausschluss nach § 327a AktG rechnen. Darin liegt eine konzeptionelle Unausgewogenheit, die auch vor dem Hintergrund des bislang geltenden Regelwerks nicht recht erklärlich ist. Der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission galt ausweislich seiner Begriffsbestimmungen für jede Aktiengesellschaft, die an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen oder mit ihrer Zustimmung in den Freiverkehr einbezogen war.[65] Warum das WpÜG hinter diesen einmal erreichten Schutzstandard zurückfällt, wird in der

64 Vgl. Farrar/Hannigan, aaO (Fn. 19), S. 127.

65 Vgl. Heinle, City Code und Übernahmekodex, 2000, S. 56; Zinser, Übernahmeangebote (takeover bids) im englischen und deutschen Recht, 2000, S. 183; diese Regelung ausdrücklich begrüßend Hopt, ZHR 161 (1997), 368, 375.

Regierungsbegründung nicht näher erläutert und läuft überdies dem erklärten Ziel des Gesetzgebers zuwider, das deutsche Übernahmerecht an den internationalen Standard heranzuführen[66]: Der *City Code on Takeovers and Mergers*, das Vor- und Urbild aller europäischen Übernahmerechte, gilt zufolge *Introduction 4(a)* für alle börsennotierten und darüber hinaus für nicht börsennotierte *public companies*.[67] Ob die Pflichtangebotsvorschriften des WpÜG auch auf börsenferne Gesellschaften ausgedehnt werden sollen[68], ist hier nicht zu entscheiden. Rechtspolitisch verfehlt ist indes die Ausklammerung des Freiverkehrs, die vor allem dann zu Unzuträglichkeiten führt, wenn die betreffenden Anteile zuvor öffentlich angeboten wurden.[69] Es empfiehlt sich daher dringend, den Anwendungsbereich des WpÜG um die Freiverkehrswerte zu erweitern, womit zugleich die stoßende Asymmetrie zwischen Ausschlussrecht und Pflichtangebot zumindest teilweise aufgefangen würde.

2. *Fehlende zeitliche Begrenzung des Ausschlussrechts*

Weitere Bedenken ergeben sich aus der Entkoppelung von Angebotspflicht und Ausschlussrecht. Auch wenn eine verständige Auswahl des Gesetzgebers in diesem Punkt schwanken kann, ist doch eine Einschränkung dahin zu erwägen, dass der Hauptaktionär sein Ausschlussrecht innerhalb eines bestimmten Zeitraums nach Erreichen der 95 %-Schwelle ausüben muss. Für eine solche zeitliche Begrenzung sprechen eine Reihe von Sachgründen: *Erstens* stärkt sie die gesellschaftsinternen Kontrollkräfte, weil eine sinnvolle Ausübung von Informations- und Mitverwaltungsrechten durch Kleinaktionäre unter dem Damoklesschwert eines drohenden Ausschlusses auf Dauer kaum möglich ist.[70] *Zweitens* hat ein Zeitlimit die rechtsökonomische Vernunft auf seiner Seite: In einer hypothetischen Verhandlungssituation würden sich die Beteiligten kaum auf eine unbefristete *Call*-Option zugunsten des Hauptaktionärs verständigen, ohne hierfür einen Preis zu ver-

66 Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 28.

67 Vgl. Gower/Davies, aaO (Fn. 60), S. 728.

68 In diese Richtung Mülbert, ZIP 2001, 1121, 1227–1228 unter Hinweis auf Art. 3 GG; für das österreichische Recht Hausmaninger/Herbst, Übernahmegesetz, 1999, § 2 öÜbG Rdn. 18, wonach Anteilseigner nicht börsennotierter Aktiengesellschaften mindestens ebenso schutzwürdig seien wie Aktionäre börsennotierter Unternehmen, weil für ihre Anteile in der Regel kein Markt bestehe und sie in noch stärkerem Maße darauf angewiesen seien, bei einem Kontrollwechsel zu fairen Bedingungen aussteigen zu können.

69 Vgl. dazu auch Kalss, NZG 1999, 423. Kritik ferner bei Angerer, in: Geibel/Süßmann, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2002, § 1 WpÜG Rdn. 52–55; abw. Schüppen, in: Haarmann/Riehmer/Schüppen, Öffentliche Übernahmeangebote, 2002, § 2 WpÜG Rdn. 39.

70 In diese Richtung bereits BGHZ 81, 263, 266–267 (KG).

langen.[71] *Drittens* findet ein verbindliches Zeitfenster eine dogmatische Parallele bei der angeordneten Zwangseinziehung: Nach ganz h.M. muss die Satzung im Rahmen des § 237 Abs. 1 Satz 2 AktG den Einziehungszeitraum im Voraus genau bestimmen.[72] *Viertens* sehen zahlreiche ausländische Rechtsordnungen eine Ausübungsfrist vor, um das aktienrechtliche Prinzip der Unentziehbarkeit der Mitgliedschaft möglichst wenig einzuschränken[73]: Hervorhebung verdienen die Dreimonatsfrist des Art. 33 Abs. 1 BEHG[74] und die Viermonatsfrist in sec. 429(3) *Companies Act 1995*.[75]

3. Erstreckung auf nicht börsennotierte Gesellschaften

Ein dritter Kardinalfehler liegt darin, die *Squeeze-out*-Regeln auf nicht börsennotierte Gesellschaften zu erstrecken.[76] Das zeigt sich sowohl in rechtssystematischer als auch in rechtsvergleichender und rechtsökonomischer Hinsicht.

a) Rechtssystematische Kritik

Unter systematischen Gesichtspunkten erstaunt zunächst, dass die Regierungsbegründung mit keiner Silbe auf die entgegengesetzte Rechtslage im GmbH-Recht eingeht: Dort haben Rechtsprechung und h.L. so genannte Hinauskündigungsklauseln seit jeher mit großer Überzeugungskraft bekämpft.[77] Unmissverständlich heißt es dazu im Leitsatz einer jüngeren Grundsatzentscheidung: „Eine vertragliche Vereinbarung, die einem Gesellschafter das Recht einräumt, die Gesellschafterstellung eines Mitgesellschaf-

71 Für eine ähnliche Argumentationsreihe Clark, aaO (Fn. 28), S. 507: „More to the point, from the lawmaker's perspective, they [i.e.: minority shareholders] can plausibly claim that the insider's option is not the sort of arrangement that investors and managers would agree to in a hypothetical ideal bargaining session that aims to set out all the standard or presumptive rules to govern their relationship."

72 Vgl. Hüffer, aaO (Fn. 6), § 237 AktG Rdn. 10 m.w.N.

73 So für die Schweiz Kunz, aaO (Fn. 7), § 10 Rdn. 206; Köpfli, SJZ 94 (1998), 53, 61.

74 Vgl. Schiltknecht, in: Vogt/Watter, Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, 1999, Art. 33 BEHG Rdn. 10.

75 Vgl. Gower/Davies, aaO (Fn. 60), S. 808 mit Fn. 21.

76 Im Ergebnis wie hier Habersack, ZIP 2001, 1230, 1235; Drygala, AG 2001, 291, 297 f; Hüffer, aaO (Fn. 6), § 327a AktG Rdn. 4.

77 Vgl. Goette, Die GmbH, 2. Aufl., 2002, § 6 Rdn. 14; Hachenburg/Ulmer, Komm. z. GmbHG, 8. Aufl., 1990, § 34 Rdn. 43; Hueck/Fastrich, in: Baumbach/Hueck, Komm. z. GmbHG, 17. Aufl., 2000, § 34 Rdn. 8; Lutter/Hommelhoff, Komm. z. GmbHG, 15. Aufl., 2000, § 34 Rdn. 18; Scholz/H. P. Westermann, Komm. z. GmbHG, 9. Aufl., 2000, § 34 Rdn. 16.

ters nach freiem Ermessen zu beenden, ist auch im GmbH-Recht nichtig, es sei denn, dass eine solche Regelung wegen der besonderen Umstände sachlich gerechtfertigt ist."[78] Warum die Sachlage bei einer kapitalmarktfernen Aktiengesellschaft anders zu würdigen ist, leuchtet nicht ein. Gegenteiliges ergibt sich auch nicht aus dem Moto-Meter-Beschluss des BVerfG, dessen Ausführungen zur Verkehrsfähigkeit der Aktie und allfälligen Umschichtungsmöglichkeiten der Anleger gewiss nicht auf kapitalmarktferne Gesellschaften gemünzt sind.[79] Ins Leere gehen überdies Hinweise auf die Einheitlichkeit der Rechtsform: Rechtswirklichkeit und Rechtswissenschaft lehren vielmehr, dass die eigentliche Trennlinie im Kapitalgesellschaftsrecht national und international längst nicht mehr zwischen AG und GmbH, sondern zwischen kapitalmarktaktiven und kapitalmarktfernen Gesellschaften verläuft.[80]

b) Rechtsvergleichendes Panorama

Der beschwichtigende Hinweis der Gesetzesmaterialien auf den internationalen Standard[81] – so berechtigt er ansonsten ist – bessert hier wenig. Will man rechtsvergleichende Argumente nicht der Beliebigkeit anheim geben, ist mikroskopisches Vergleichen unverzichtbar.[82] Dabei zeigt sich für den romanischen Rechtskreis, dass der *retrait obligatoire* – die französische Version des *Squeeze out*[83] – gemäß Art. 5-6-1-CBV nur bei börsennotierten Gesellschaften im Anschluss an ein öffentliches Übernahmeangebot möglich ist[84], und gleiches gilt zufolge Art. 111 *Testo Unico della Intermediazione Finanziaria* auch für das italienische Recht.[85] Ähnlich limitiert ist die Möglichkeit der Kraftloserklärung in Art. 33 Abs. 1 des schweizerischen BEHG[86], und das österreichische Recht behilft sich mit der verschmelzenden Umwandlung

78 BGHZ 112, 103.

79 Ebenso Drygala, AG 2001, 291, 298.

80 Zum Börsengesellschaftsrecht als besonderer Rechtsschicht Fleischer, ZHR 165 (2001), 513, 514–515 m.w.N.

81 Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 32.

82 Vgl. den zutreffenden Befund bei Report of the High Level Group, aaO (Fn. 19), Chapter 3, 2.1. b, S. 56: „In most of the Member States, this right applies only to public limited companies."; guter Überblick auch bei Sieger/Hasselbach, NZG 2001, 926.

83 Vgl. den Aufsatztitel von Foucaud/Goix, Banque et droit 1995, 15: „Le squeeze out à la française".

84 Vgl. die Nachw. in Fn. 45.

85 Dazu d'Ambrosio, in: Bedogni, Il Testo Unico Della Intermediazione Finanziaria, 1999, Artt. 102–111, S. 589, 611–612.

86 Vgl. Köpfli, SJZ 94 (1998) 53; Kunz, aaO (Fn. 7), § 10 Rdn. 182–256; Schiltknecht, aaO (Fn. 74), Art. 33 BEHG Rdn. 6 ff.

und der nicht verhältniswahrenden Spaltung.[87] In England ist der Auskauf von Restminderheiten gemäß ss. 429, 430 *Companies Act* nur im Anschluss an ein Übernahmeangebot möglich[88]. Die Vereinigten Staaten schließlich verfügen zwar über eine Vielzahl von Ausschlusstechniken, aber in der Regel nur als Korrolar einer vorangegangenen Strukturänderung.[89] Im Übrigen bezeichnet man den juristisch-technischen Ausschluss dort als *freeze out*, um ihn begrifflich und sachlich von dem faktischen Hinausdrängen – dem *squeeze out* – abzuschichten.[90]

c) Rechtsökonomisches Kalkül

Wirtschaftswissenschaftliche Erwägungen weisen in dieselbe Richtung. Dass auch bei geschlossenen Gesellschaften ein „Regelungsbedarf" für einen Zwangsausschluss besteht, wie die Regierungsbegründung lapidar bemerkt[91], trifft nur für vormals börsennotierte Unternehmen zu, die sich inzwischen vom Kapitalmarkt zurückgezogen haben.[92] Für sie hätte man ohne weiteres eine Übergangsregelung vorsehen können[93], ohne dass eine sachliche Notwendigkeit bestand, in der nunmehr Gesetz gewordenen Weise vorzupreschen. Auch das von der Rechtspraxis gerne hervorgekehrte Kostenargument verschlägt nicht viel: Näher gelegen hätte es hier, den mit dem Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktiengesetzes von 1994[94] eingeschlagenen Weg fortzusetzen und der nicht börsennotierten AG weitere Kostenerleichterungen zuteil werden zu lassen. Schließlich lässt sich

87 Vgl. Doralt/Kalss, in: Hommelhoff/Hopt/Lutter, Konzernrecht und Kapitalmarktrecht, 2001, S. 177, 204–205. Zum *Squeeze out* durch Spaltung OGH ecolex 1998, 557 und 711; Bachner, ecolex 2000, 360; Ders., ecolex 2002, 255; Dorda, RdW 1999, 185. Eine allgemeine Regelung des *Squeeze out* anmahnend Doralt, GesRZ 2000, 197, 206.

88 Vgl. Farrar/Hannigan, aaO (Fn. 19), S. 607–609; Gower/Davies, aaO (Fn. 60), S. 807–809.

89 Vgl. Clark, aaO (Fn. 28), S. 499–504.

90 Sehr klar Clark, aaO (Fn. 28), S. 500: „The term squeezeouts is sometimes used interchangeably with freezeouts, but may have a different connotation: a transaction or set of transactions that does not coerce the noncontrolling shareholder in any formal legal sense, but that has the purpose and practical effect of making his situation so unrewarding that he is virtually disinvested or so unpleasant that he will inevitably sell out on the insider's terms."

91 Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 32.

92 Allein diese Fälle anführend bezeichnenderweise Kiem, aaO (Fn. 3), S. 329, 340; Krieger, BB 2002, 51, 55; Schiessl, AG 1999, 442, 451.

93 So etwa der vom schweizerischen Börsengesetz in Art. 54 BEHG beschrittene Weg; dazu Schiltknecht, aaO (Fn. 74), Art. 54 BEHG Rdn. 1 ff.

94 Vgl. BGBl. I/1994, S. 1961.

auch nicht vortragen, dass die Möglichkeit eines Zwangsausschlusses die Bereitschaft von Unternehmensgründern zur Aufnahme externer Eigenkapitalgeber fördere. Das passgenauere Finanzierungsinstrument für solche Zwecke sind *redeemable shares*, von denen bereits die Rede war[95] und die im angelsächsischen Ausland nicht ohne Grund vor allem im Rahmen der Wagniskapitalfinanzierung zum Einsatz kommen.

4. Fehlendes Austrittsrecht der Restminderheit

Anzumahnen ist schließlich ein Austritts- oder Andienungsrecht der Restminderheit:

a) Rechtspolitische Sinnhaftigkeit

Die rechtspolitischen Vorzüge einer solchen Regelung liegen offen zutage: *Erstens* trägt ein Andienungsrecht dazu bei, die gegensätzlichen Interessen besser auszubalancieren, indem es der *Call*-Option des Hauptaktionärs eine *Put*-Option des Kleinaktionärs an die Seite stellt. *Zweitens* stärkt es die Minderheitsposition bei marktengen Papieren, bei denen eine Veräußerung über die Börse zu einem angemessenen Preis nicht ohne weiteres gewährleistet ist.[96] *Drittens* ergänzt und verstärkt es in Übernahmesituationen den konzernrechtlichen Folgeschutz für jene Aktionäre, die ein Pflichtangebot ausgeschlagen haben.[97] Insgesamt lässt sich ein Austrittsrecht also in verschiedener Hinsicht den Minderheitenschutz im Aktienrecht angelegen sein und fördert auf diese Weise die Anlagebereitschaft von Kleinaktionären und damit zugleich den Finanzplatz Deutschland.[98]

b) Rechtsvergleichende Umschau

Ausländische Vorbilder findet ein minderheitsschützendes Andienungsrecht in einer Reihe europäischer Nachbarländer. Erwähnung verdient zuallererst das in ss. 430A, 430B *Companies Act* geregelte *sell-out right* der Restminderheit, das sich als ein Spiegelbild des *buy-out right* in ss. 429, 430 *Companies*

95 Vgl. oben bei Fn. 12.

96 Ähnlich Report of the High Level Group, aaO (Fn. 19), Chapter 3, 3.2, S. 62.

97 Zu ihrer Schutzbedürftigkeit Hopt, ZHR 161 (1997), 368, 387; Schön, ZHR 160 (1996), 221, 242; Wackerbarth, WM 2001, 1741, 1745 f.

98 Vgl. zur Wechselwirkung von Minderheitenschutz und Kapitalmarkttiefe oben II. 2. c).

Act darstellt.[99] Hinzuweisen ist darüber hinaus auf das öffentliche Austrittsverfahren auf Veranlassung eines Minderheitsaktionärs gemäß Art. 5-5-2 CBV.[100] Es nimmt daher nicht wunder, dass sich die von der EU-Kommission eingesetzte Expertengruppe zur Überarbeitung des Übernahmerechts neuerdings für ein *sell-out right* im Anschluss an ein Übernahmeangebot ausspricht.[101]

IV. Einzelfragen

Weniger weitreichend, aber nicht minder wichtig sind zahlreiche Einzelfragen, die von den §§ 327a ff AktG aufgeworfen werden.

1. Erreichen des Schwellenwertes von 95 %

a) Wirtschaftlich-faktische Betrachtungsweise

Hinsichtlich des Schwellenwertes von 95 % gilt nach § 327a Abs. 2 AktG keine formal-rechtliche, sondern eine wirtschaftlich-faktische Betrachtungsweise: Anteile abhängiger Unternehmen sind dem Hauptaktionär nach § 16 Abs. 4 AktG zuzurechnen. Das läuft zwar der Regelung bei der Mehrheitseingliederung zuwider[102], findet aber ein Spiegelbild beim mittelbaren Kontrollerwerb im Rahmen des § 30 WpÜG[103] und ist auch rechtspraktisch vernünftig, weil es ein kostspieliges und umständliches „Umhängen" von Beteiligungen erspart.[104] Ähnliche Zurechnungsnormen finden sich denn auch in ausländischen Rechtsordnungen, etwa in Art. 33 Abs. 1 BEHG i.V. m. Art. 54 lit. b BEHV[105] oder in Art. 5-6-1 CBV[106]. Folgerichtig zu Ende

99 Vgl. Farrar/Hannigan, aaO (Fn. 19), S. 610; Gower/Davies, aaO (Fn. 60), S. 809–810.

100 Aus der Spruchpraxis App. Paris, 25. 2. 1994, D. 1994, IR, S. 91; rechtsvergleichend Schindler, aaO (Fn. 45), S. 334–336.

101 Vgl. Report of the High Level Group, aaO (Fn. 19), Chapter 3, S. 62, 66.

102 Vgl. Grunewald, Münchener Komm. z. AktG, 2. Aufl., 2000, § 320 Rdn. 3; Habersack, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 2. Aufl., 2001, § 320 AktG Rdn. 9; Hüffer, aaO (Fn. 6), § 320 AktG Rdn. 3. Zu den eingliederungsspezifischen Besonderheiten dieser Regelung, die ihrer Verallgemeinerung entgegenstehen, Grunewald, ZIP 2002, 18; Krieger, BB 2002, 53, 54 f.

103 Dazu auch Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 72.

104 Vgl. DAV-Handelsrechtsausschuss, NZG 1999, 850, 851.

105 Art. 54 BEHV lautet: „Zur Feststellung, ob der Grenzwert von 98 Prozent nach Art. 33 Absatz 1 des Gesetzes überschritten ist oder nicht, werden neben den direkt gehaltenen Aktien auch die Aktien berücksichtigt: a. deren Stimmrechte ruhen; b. die

gedacht, kommt daher auch ein *Squeeze out* durch einen Hauptaktionär in Betracht, dem unmittelbar gar keine Anteile an der Gesellschaft gehören.[107] Auf der Linie dieser wirtschaftlich-faktischen Sichtweise liegt es schließlich, dass Aktionäre, deren Anteile dem Hauptaktionär zugerechnet werden, ihrerseits nicht als – abfindungsberechtigte – Minderheitsaktionäre i. S. d. § 327a Abs. 1 AktG anzusehen sind.[108]

Eigene Aktien der Gesellschaft bleiben gemäß § 327a Abs. 2 i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG bei der Berechnung des Schwellenwertes außer Betracht. Das findet eine Parallele bei der Mehrheitseingliederung in § 320 Abs. 1 Satz 2 AktG[109] und sollte richtigerweise auch im Rahmen des § 30 WpÜG gelten.[110] Die schweizerische Verwaltungspraxis erreicht trotz des scheinbar entgegenstehenden Wortlautes des Art. 54 lit. a BEHV ein ähnliches Ergebnis, indem sie die eigenen Aktien der Gesellschaft dem Hauptaktionär zuschlägt.[111] Der gesetzliche Übergang der Mitgliedschaften gemäß § 327e Abs. 3 AktG erstreckt sich aber – nicht anders als bei der Mehrheitseingliederung[112] – auch auf die von der Gesellschaft selbst gehaltenen Aktien.

b) Behandlung von Options- und Wandlungsrechten

Ungeregelt geblieben ist die Behandlung von Options- und Wandlungsrechten. Sie wirft gleich in zweierlei Hinsicht Zweifelsfragen auf:

der Anbieter im Zeitpunkt des Gesuchs um Kraftloserklärung indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten hält."; dazu Köpfli, SJZ 94 (1998), 53, 60; Nobel, SZW 1998, 37; Schiltknecht, aaO (Fn. 74), Art. 33 BEHG Rdn. 8.

106 Zur Geltendmachung des *retrait obligatoire* sind danach berechtigt „l'actionnaire ou le groupe majoritaire", die die 95 %-Schwelle erreichen.

107 Ebenso Sieger/Hasselbach, ZGR 2002, 120, 134; vorsichtiger Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7084, S. 32, wonach Hauptaktionär auch derjenige sein kann, der „selbst nur den kleineren Teil der Anteile unmittelbar hält." Abw. Grzimek, aaO (Fn. 6), § 327a AktG Rdn. 50.

108 Klarstellend Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 32: „schon begrifflich nicht Minderheitsaktionäre"; ebenso Sieger/Hasselbach, ZGR 2002, 120, 135f. Rechtsvergleichend das Konzept der *associates* in sec. 430E Companies Act 1985; dazu Farrar/Hannigan, aaO (Fn. 19), S. 607 mit Fn. 19.

109 Vgl. Grunewald, aaO (Fn. 102), § 320 AktG Rdn. 3; Habersack, aaO (Fn. 102), § 320 AktG Rdn. 9.

110 Vgl. Fleischer/Körber, BB 2001, 2589, 2593f; zustimmend Harbarth, ZIP 2002, 321, 326 f; abweichend Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 53.

111 Vgl. Stellungnahme Nr. 1 der Übernahmekommission vom 21. Juli 1997, II Ziff. 2 a.E.; dazu Köpfli, SJZ 94 (1998), 53, 60 mit Fn. 125a; scharf ablehnend Kunz, aaO (Fn. 7), § 10 Rdn. 203–205.

112 Dazu Habersack, aaO (Fn. 102), § 320a AktG Rdn. 3.

aa) Bezugsrechte des Hauptaktionärs

Einer Antwort harrt einmal, ob Ansprüche des Hauptaktionärs auf den Bezug von Aktien bei der Berechnung der 95 %-Schwelle mitzählen. Für ihre Berücksichtigung könnte sprechen, dass dem Bieter gemäß § 30 Abs. 1 Nr. 5 WpÜG Stimmrechte aus Anteilen der Zielgesellschaft zugerechnet werden, die er durch eine Willenserklärung erwerben kann.[113] Allerdings zielt diese Zurechnungsvorschrift zuvörderst auf einen Vorfeld- und Umgehungsschutz der Angebotspflicht.[114] Im Rahmen des § 327a AktG ist es dem Hauptaktionär dagegen zuzumuten, ebendiese Willenserklärung abzugeben, bevor er sein Ausschlussverlangen geltend macht.[115] Das entspricht dem Bedürfnis nach Rechtsklarheit, der Rechtslage bei der Mehrheitseingliederung[116] und dem internationalen Standard.[117]

bb) Auswirkungen eines Squeeze out auf bestehende Bezugsrechte

Näheres Nachdenken erfordert zum anderen, wie mit noch nicht ausgeübten Bezugsrechten nach einem erfolgten Zwangsausschluss zu verfahren ist. Einer Literaturauffassung zufolge lässt der Ausschluss von Minderheitsaktionären bestehende Bezugsrechte unberührt[118]; die weit überwiegende Gegenauffassung nimmt an, dass sich die Bezugsrechte grundsätzlich in einen Barabfindungsanspruch gegen den Hauptaktionär umwandeln.[119] Ihr ist beizutreten: *Erstens* ermöglicht eine solche Lösung eine sachlich sinnvolle Verfahrenskonzentration, indem sie weitere *Squeeze-out*-Beschlüsse nach erfolgter Bezugsrechtsausübung hinfällig macht. *Zweitens* findet sie eine Entsprechung bei der Mehrheitseingliederung, für die seit der meinungsbildenden Siemens-Nixdorf-Entscheidung des BGH aus dem Jahre 1998 feststeht, dass sich Optionsrechte in einem wertgleichen Abfindungsanspruch gegen die Hauptgesellschaft fortsetzen.[120] *Drittens* erhält sie rechtsvergleichende

113 Zu dieser Vorschrift Thoma, NZG 2002, 105, 112.
114 Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 54.
115 Im Ergebnis ebenso Grunewald, ZIP 2002, 18; Krieger, BB 2002, 53, 61.
116 Vgl. Habersack, aaO (Fn. 102), § 320 AktG Rdn. 9 mit § 320b AktG Rdn. 8.
117 Vgl. für die Schweiz Köpfli, SJZ 94 (1998), 53, 60.
118 Vgl. Ph. Baums, WM 2001, 1843, 1847–1849.
119 Vgl. DAV-Handelsrechtsausschuss, NZG 2001, 420, 431; Ehricke/Roth, DStR 2001, 1120, 1122; Grunewald, ZIP 2002, 18; Krieger, BB 2002, 53, 61; Sieger/Hasselbach, ZGR 2002, 120, 127 f.
120 Vgl. BGH NJW 1998, 2146; aus dem Schrifttum grundlegend Martens, AG 1992, 209; ferner Habersack, aaO (Fn. 102), § 320b AktG Rdn. 8; Hüffer, aaO (Fn. 6), § 320 b AktG Rdn. 4.

Schützenhilfe durch Art. 33 Abs. 1 BEHG, wonach sich die Kraftloserklärung auf sämtliche „Beteiligungspapiere" und damit gemäß Art. 2 lit. e BEHG auch auf Wandel- und Optionsrechte erstreckt.[121]

Auf dem Boden der h. M. stellt sich dann die Folgefrage, ob diese Grundregel im Hinblick auf die 95 %-Schwelle des § 327a AktG Ausnahmen erfordert. Der BGH hat für die Mehrheitseingliederung beiläufig ausgesprochen, dass eine Barablösung nur in Betracht komme, wenn sich die Optionsrechte auf nicht mehr als 5 % des Grundkapitals beliefen.[122] Hieran orientieren sich verschiedene Schrifttumsstimmen auch für den *Squeeze out*.[123] Eine jüngst zur Diskussion gestellte Gegenauffassung will die Kapitalanteile der Minderheitsaktionäre und der Inhaber von Options- und Wandlungsrechten dagegen zusammenrechnen.[124] Sie läuft auf eine Gleichstellung von *shares* und *convertibles* hinaus[125], wie sie sec. 430F(1) Companies Act 1985 vornimmt[126], vernachlässigt dabei aber die notwendig stichtagsbezogene Ermittlung von Minderheitsquoren.[127] Den Vorzug verdient daher die vermittelnde Auffassung, die ein Barabfindungsrecht des Hauptaktionärs nur verneint, wenn die Options- und Wandlungsrechte für sich genommen mehr als 5 % übersteigen.

c) Umgehungsstrategien

Auf welche Weise der Hauptaktionär die 95 %-Schwelle erreicht, ist ohne Belang.[128] Umgehungsschutz genießt § 327a AktG aber in zweierlei Hinsicht. Einmal ist es dem Mehrheitsaktionär verwehrt, einen Minderheitsausschluss durch Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss vorzubereiten, denen es an einer sachlichen Rechtfertigung mangelt. Das ergibt sich mit zwangsläufiger Folgerichtigkeit aus der gesetzlichen Wertung, einen an keine weiteren Voraussetzungen gebundenen *Squeeze out* erst bei einem Anteilsbesitz von

121 Dazu Schiltknecht, aaO (Fn. 74), Art. 33 BEHG Rdn. 11.

122 Vgl. BGH NJW 1998, 2146; deutlicher Röhricht, in: VGR, Bd. 1 (1999), S. 1, 10.

123 Vgl. Grunewald, ZIP 2002, 18; Krieger, BB 2002, 53, 61.

124 Vgl. Sieger/Hasselbach, ZGR 2002, 120, 158.

125 Dezidiert dagegen bei der Eingliederung Martens, AG 1992, 209, 212, Fn. 13 unter Berufung darauf, dass Optionsrechtsinhaber Nichtaktionäre seien.

126 Wörtlich heißt es dort: „For the purpose of this part of this Act securities of a company shall be treated as shares in the company if they are convertible into or entitle the holder to subscribe for such shares, and references to the holder of shares or a shareholder shall be construed accordingly."

127 Gegen eine Zusammenrechnung bei der Mehrheitseingliederung auch Grunewald, aaO (Fn. 102), § 320b AktG Rdn. 13.

128 Ebenso Grunewald, ZIP 2002, 18.

95 % zuzulassen.[129] Zum anderen stehen Fallgestaltungen auf dem Prüfstand, bei denen *mehrere* Aktionäre ihren Anteilsbesitz in *einer* Hand bündeln, um sodann ein Ausschlussverlangen geltend zu machen. Hier gilt es vorweg, den richtigen Ausgangspunkt zu fixieren: § 327a AktG verlangt nicht, dass die Gesellschaft *dauerhaft* nur einen einzigen Hauptaktionär hat[130], wie dies § 327 Abs. 1 Nr. 3 AktG für die Eingliederung voraussetzt.[131] Er verbietet aber eine bloß *vorübergehende* Vereinigung aller Anteile bei einem Rechtsträger, die nach erfolgtem *Squeeze out* alsbald wieder rückgängig gemacht wird.[132] In einem solchen Fall ist das teleologische Band zu den allfälligen Vorteilen eines Minderheitenausschlusses[133] zerschnitten; der bei einer nur formalen Alleineigentümerstellung zu weit geratene Gesetzeswortlaut bedarf einer teleologischen Restriktion. Allerdings werden die Minderheitsaktionäre in der Rechtspraxis häufig vor Beweisproblemen stehen, sofern die betreffende Holding- oder Poolvereinbarung nicht zeitnah wieder aufgelöst wird.

d) Mitteilungs- und Bekanntmachungspflichten

Eine Pflicht des Hauptaktionärs, das Erreichen der 95%-Schwelle bekanntzugeben, sehen die neuen Vorschriften nicht vor. In Übernahmesachverhalten hilft hier womöglich § 23 Abs. 1 Nr. 2 und 3 WpÜG, der den Bieter anhält, nach Ablauf der Annahmefrist die Anzahl sämtlicher ihm zustehender oder zuzurechnender Anteile zu veröffentlichen. Darüber hinaus könnte man an eine Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 1 WpHG denken[134], doch dürfte dies nur selten praktisch werden: In der Person des Hauptaktionärs wird es dem Hinzuerwerb häufig an der Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung fehlen, und bei der Gesellschaft selbst ist schon aus Rechtsgründen zweifelhaft, ob ein Anteilseignerwechsel, der sich gleichsam hinter dem Vorhang der juristischen Person abspielt, „in ihrem Tätigkeitsbereich" eingetreten ist.[135] Allfällige Mitteilungspflichten nach §§ 21 ff WpHG, 20, 21 AktG sind nicht speziell auf die für Eingliederung und *Squeeze out* maßgebliche Beteiligungsschwelle von 95 % zugeschnitten. Dadurch entsteht eine „Publi-

129 Ähnlich Ph. Baums, WM 2001, 1843, 1844.

130 In diese Richtung aber Ph. Baums, WM 2001, 1843, 1845 ff; das Ziel seiner Kritik verfehlend deshalb Krieger, BB 2002, 53, 62.

131 Vgl. zum Beendigungsgrund der Aufnahme eines weiteren Aktionärs Habersack, aaO (Fn. 102), § 327 AktG Rdn. 6.

132 Ähnlich Grunewald, ZIP 2002, 18, 19; ferner Grzimek, aaO (Fn. 6), § 327f AktG Rdn. 12.

133 Vgl. oben II. 2. a).

134 Dazu Ph. Baums, aaO (Fn. 3), S. 166–168; Vetter, AG 2002, 176, 186 f.

135 Gleichsinnig Sieger/Hasselbach, ZGR 2002, 120, 141; nunmehr auch BAWe, Rundschreiben vom 26. April 2002, abgedruckt in NZG 2002, 563, 564.

zitätslücke", die man entgegen der h.M. nicht hinnehmen[136], sondern durch einen Rückgriff auf die Treuepflicht des Mehrheitsaktionärs schließen sollte.[137] Als pflichtenbegründendes Moment lässt sich die besondere Gefährdungslage der Minderheitsaktionäre anführen, die sich auf einen jederzeitigen Zwangsausschluss einrichten müssen.[138] *De lege ferenda* empfiehlt sich eine entsprechende Ergänzung der §§ 20 AktG, 21 WpHG.[139]

2. Barabfindung

a) Angemessenheitsgebot und Insiderwissen

Die neuen Vorschriften verlangen im Einklang mit den verfassungsrechtlichen Vorgaben eine angemessene Barabfindung. In der rechtspraktischen Handhabung ergeben sich hier vor allem Probleme asymmetrischer Information[140]: Weil der Hauptaktionär regelmäßig besser über den tatsächlichen Unternehmenswert unterrichtet ist als die Minderheitsaktionäre und er den Zeitpunkt des Ausschlussverlangens nach Belieben bestimmen kann, wird er davon in einer Phase Gebrauch machen, in der das Unternehmen am Markt unterbewertet ist. In der ökonomischen Modellierung führt dies zu so genannten *lemon market*-Effekten[141]: Unterbewertete Unternehmen werden vom Markt genommen, während überbewertete Unternehmen in aller Regel mit unverändertem Mitgliederbestand fortgeführt werden.[142] Anders gewendet, bleibt die Restminderheit auf ihren überbewerteten Anteilen sitzen, während sie unterbewertete Anteile unterhalb des anteiligen Unternehmens-

136 Den abschließenden Charakter der gesetzlichen Mitteilungspflichten betonend dagegen Windbichler, in: Großkomm. z. AktG, 4. Aufl., 1997, § 20 Rdn. 1 m.w.N.

137 Für die Ableitung einer obligatorischen Mitteilung aus der mitgliedschaftlichen Treuepflicht bei Konzerngründungen Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 2. Aufl., 2001, § 20 AktG Rdn. 10–11 m.w.N.

138 Zu der sich hieraus ergebenden Gefahr einer informationsbedingten Übervorteilung sogleich unter 2. a).

139 So schon im Hinblick auf § 320 AktG Burgard, AG 1992, 41, 51; für engmaschigere Mitteilungspflichten im Rahmen der §§ 21 ff WpHG bezüglich aller Schritte, die ein Vielfaches von 5 % betragen, Schneider/Burgard, DB 1996, 1761, 1763; speziell in unserem Zusammenhang Vetter, ZIP 2000, 1817, 1819.

140 Dazu Clark, aaO (Fn. 28), S. 50: „The insiders rather than the freezees control the *timing* of the transaction, and they may temporarily have more *insight* than the market has into the company's future prospects."

141 Grundlegend Akerlof, 89 Q. J. Econ. 488 (1970); rechtswissenschaftliche Auswertung bei Fleischer, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 121 ff und passim.

142 Vgl. Wenger/Kaserer/Hecker, ZBB 2001, 317, 323.

wertes abgeben muss. Weiterhin könnte der Hauptaktionär geneigt sein, den Börsenkurs im Vorfeld eines Zwangsausschlusses künstlich zu drücken oder Restminderheiten gerade vor einem anstehenden Kursanstieg hinauszudrängen.[143] Anekdotische Belege hierfür bietet eine berühmte US-amerikanische Entscheidung aus dem Jahre 1947[144], und ein jüngst veröffentlichtes Urteil des österreichischen Obersten Gerichtshofs zur Einziehung von Partizipationskapital ruft ebendiese Manipulationsgefahren abermals in Erinnerung.[145] Gesicherte empirische Erkenntnisse über die Wahrscheinlichkeit solcher Ausbeutungsstrategien durch einen *Squeeze out* stehen freilich noch aus.[146] Kapitalmarktrechtlich wird man die Aufmerksamkeit darauf lenken, inwieweit das Insiderhandelsverbot einer informationsbedingten Übervorteilung der Minderheitsaktionäre entgegenwirken kann.[147] Juristischen Scharfsinn erfordert dabei vor allem die Frage, ob der *gesetzliche* Übergang aller Aktien auf den Hauptaktionär nach § 327e Abs. 3 AktG als „Erwerb" i. S. d. § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG anzusehen ist.

b) Bewertungsfragen

Gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 HS 2 AktG muss die Höhe der Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Erforderlich ist eine „volle wirtschaft-

143 Dazu auch Easterbrook/Fischel, aaO (Fn. 28), S. 138: „A related, and more plausible argument has it that the insiders in freezeouts know more than the outsiders and use this knowledge either to depress the price of the stock before the transaction (…) or to take out the public investors with knowledge that the firm's prospects are better than outsiders believe."

144 Vgl. *Zahn v. Transamerica Corp.*, 162 F.2d 36 (3d Cir. 1947): Ausübung des Optionsrechts von *redeemable shares* in Kenntnis der Tatsache, dass die Tabakvorräte der Gesellschaft nicht, wie bilanziell ausgewiesen, 6 361 981 $, sondern infolge eines überraschenden und den Minderheitsaktionären unbekannten Marktumschwungs etwa 20 000 000 $ wert waren.

145 Vgl. OGH ÖBA 2002, 135 mit Anm. Kalss: „missbräuchliche Beeinflussung des Börsenkurses durch das abfindungsverpflichtete Kreditinstitut".

146 Eine frühe Studie von De Angelo/De Angelo/Rice, 27 J. L. & Econ. 367, 401 (1984) fand keine Nachweise für eine „systematic exploitation of minority shareholders". Weitere Vorbehalte formulieren Easterbrook/Fischel, aaO (Fn. 28), S. 138: „First, its likelihood has been exaggerated. Second, the possibility of insiders' profiting is a well-known risk for which investors can demand compensation. Third, tricking the market about current value is hard."

147 Skeptisch für das US-amerikanische Recht Clark, aaO (Fn. 28), S. 507: „Inadequacy of insider-trading remedy".

liche Kompensation"[148], die nicht unter dem Verkehrswert der Aktien liegen darf.[149] Bei der Auswahl der Bewertungsmethoden ist zu unterscheiden:

aa) Abfindung außerhalb von Übernahmesachverhalten

Abseits eines unmittelbar vorangegangenen Übernahme- oder Pflichtangebots spiegelt der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie nur selten angemessen wider. Stehen nicht mehr als 5 % des Aktienkapitals für den Börsenkurs zur Verfügung, wird es nämlich häufig an hinreichender Marktliquidität fehlen.[150] Orientierungsmarken bieten neuerdings die Vorgaben des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO. Danach hat der Börsenkurs außer Betracht zu bleiben, wenn für die betreffenden Aktien während der letzten drei Monate an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt wurden oder mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5% voneinander abweichen. Im Sinne eines einheitlichen und widerspruchsfreien Systems der Abfindungsbewertung wird man im Rahmen des § 327b AktG kaum anders entscheiden können.[151] Ein solches Abrücken vom Börsenkurs ist auch mit dem DAT/Altana-Beschluss des BVerfG vereinbar, der einen ausdrücklichen Vorbehalt für Fälle der Marktenge enthält.[152] *Faute de mieux* muss dann eine Unternehmensbewertung nach anerkannten betriebswirtschaftlichen Methoden stattfinden.[153] Ermöglicht die Anzahl frei zirkulierender Aktien dagegen ausnahmsweise eine aussagekräftige Marktpreisbildung, erheischen die vom BGH aufgestellten Leitlinien zum dreimonatigen Referenzzeitraum Beachtung.[154] Sie werden hinsichtlich der maßgeblichen Zeitspanne durch § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO weiter stabilisiert, doch sollte der Referenzzeitraum bei vergleichsweise geringem Freefloat eher länger als kürzer ausfallen.[155]

148 Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 72.

149 Vgl. BVerfGE 100, 289, 304 f.

150 Vgl. Ehricke/Roth, DStR 2001, 1120, 1127; Grunewald, ZIP 2002, 18, 20; Habersack, ZIP 2001, 1230, 1238; Kallmeyer, AG 2000, 59, 60; Krieger, BB 2002, 53, 56; Vetter, DB 2001, 1348, 1351.

151 Wie hier Krieger, BB 2002, 53, 56; Vetter, DB 2001, 1348, 1351; vorsichtig auch Stilz, ZGR 2001, 875, 898–900; gegen schematisierende Betrachtungen, die ein Mindesthandelsvolumen erfordern, aber vor Inkrafttreten des WpÜG noch BGH ZIP 2001, 734, 738.

152 Vgl. BVerfGE 100, 289, 309.

153 Dazu Fleischer, ZGR 2001, 1, 26–28.

154 Vgl. BGH ZIP 2001, 234; dazu Stilz, ZGR 2001, 875.

155 In diese Richtung auch Vetter, DB 2001, 1348, 1351; eine mögliche Verlängerung andeutend auch BGH ZIP 2001, 734, 738: „Grundsätzlich kommt ebenso wenig ein Referenzzeitraum von mehr als drei Monaten, insbesondere von mehr als sechs (!) Monaten (…) in Betracht."

bb) Vorangegangenes Übernahme- oder Pflichtangebot

Anders liegen die Dinge bei einem zeitnahen Übernahme- oder Pflichtangebot. Für diesen Fall hatte § 327b Abs. 1 Satz 3 RegE vorgesehen, dass ein binnen sechs Monaten vor dem Hauptversammlungsbeschluss abgegebenes WpÜG-Angebot als angemessene Barabfindung anzusehen sei, sofern das Angebot von mindestens neunzig vom hundert der Aktionäre, an die es gerichtet war, angenommen worden ist. Von den Gesetzesverfassern als unwiderlegliche Vermutung verstanden[156], hat diese Regelung heftige verfassungsrechtliche Kritik auf sich gezogen.[157] Der Bundesrat hat in seiner Stellungnahme angeregt, statt der unwiderleglichen eine widerlegbare Angemessenheitsvermutung einzuführen[158], und der Finanzausschuss des Bundestages hat die Bestimmung schließlich ganz gestrichen.[159] Rechtspolitisch empfiehlt es sich, die Frage abseits tagesaktueller Aufgeregtheiten noch einmal grundsätzlich zu überdenken. Gelegenheit hierzu könnten die Vorschläge der *High Level Group of Company Law Experts* bieten, die eine – widerlegliche – Vermutung für die Angemessenheit jenes Preises vorsehen, der im Rahmen eines zeitnahen Übernahmeangebots unterbreitet wurde.[160] Schiebt man alle Details beiseite, so bietet eine marktnahe Lösung in der Tat manche Vorteile[161]: Die freiwillige Abgabebereitschaft von 90 % der verbliebenen Aktionäre trägt – hinreichende Information vorausgesetzt[162] – eine

156 Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 72: „Bei einer solchen Zustimmungsquote zu einem zeitnah erfolgten Angebot besteht eine unwiderlegliche Vermutung, dass es sich um einen marktgerechten Preis handelt, der auch den Interessen der Minderheitsaktionäre angemessen Rechnung trägt."

157 Vgl. Heidel/Lochner, DB 2001, 2031, 2032–2033; Rühland, NZG 2001, 448, 453–454; Wenger/Kaserer/Hecker, ZBB 2001, 317, 332.

158 Vgl. BR-Drucks. 574/01, S. 7–8.

159 Vgl. BT-Drucks. 14/7477, S. 46, 72.

160 Vgl. High Level Group of Experts, aaO (Fn. 19), Chapter 3, 4.1 b), S. 65: „The price offered in the takeover bid should be presumed to be a fair price for the shares of the minority shareholders if the bid has been accepted by shareholders holding 90 % or more of the share capital in respect of which the offer has been made. This presumption would apply on condition that the squeeze-out right is exercised within a defined period following the bid (…) The presumption of the price of the bid as a fair price should be rebuttable."

161 Ebenso mit Unterschieden im einzelnen Krieger, BB 2002, 53, 57; Wenger/Kaserer/Hecker, ZBB 2001, 317, 330–332.

162 Dazu *Re Chez Nico (Restaurants) Ltd.* [1992] BCLC 192, 209: „Where, under the Code, the bidder is himself under a duty to provide such information, substantial infringements of the provisions of the Code as to disclosure in my judgement provides strong evidence that the offer is not fairly made: It certainly negatives any presumption that the offer is fair because 90 % of the shareholders have accepted it."

hohe Richtigkeitsgewähr in sich und hilft, allfällige *Holdout*-Probleme[163] nach Kräften hintanzuhalten. Vorbildcharakter hat insoweit die Regelung der ss. 428–430F Companies Act 1985[164], die inzwischen auch rechtsvergleichend gut erschlossen ist.[165] Sie erweist sich der schweizerischen Regelung als überlegen, die bei einer Kraftloserklärung gemäß Art. 33 Abs. 2 BEHG ausnahmslos den vorherigen Angebotspreis als maßgebend ansieht.[166]

3. Rechtsbehelfe

a) Spruchstellenverfahren

Rügen hinsichtlich der Angemessenheit der Barabfindung verweist § 327f Abs. 1 Satz 2 AktG nach bekanntem Muster ins Spruchstellenverfahren. Ob das auch für abfindungswertbezogene Informationspflichtverletzungen gilt, wie der BGH kürzlich in den Fällen MEZ und Aqua Butzke für die formwechselnde Umwandlung angenommen hat[167], bleibt abzuwarten. Wer diese Rechtsprechung begrüßt[168], wird ihre rechtspolitische Grundaussage betonen; wer ihr mit Skepsis begegnet[169], wird wenig Neigung zeigen, ihr einen erweiterten Anwendungsbereich zu erschließen. In dem vom II. Zivilsenat selbst aufgespannten Begründungsrahmen spricht manches gegen eine Übertragbarkeit der jüngsten BGH-Rechtsprechung auf den *Squeeze out*[170], weil § 327f Abs. 1 Satz 3 AktG – anders als § 210 UmwG – gerade keinen vollständigen Anfechtungsausschluss vorsieht.[171] Die authentische Interpretation eines Senatsmitglieds deutet indes in die entgegengesetzte Richtung.[172] Von

163 Dazu oben II. 2. b).

164 Vgl. Farrar/Hannigan, aaO (Fn. 19), S. 607–609.

165 Vgl. Hecker, aaO (Fn. 3), S. 47–53; Rühland, WM 200, 1884, 1886–1888; Ders., NZG 2001, 448, 450–455.

166 Vgl. Kunz, aaO (Fn. 7), § 10 Rdn. 229; Schiltknecht, aaO (Fn. 74), Art. 33 BEHG Rdn. 13.

167 Vgl. BGH ZIP 2001, 199 (MEZ); 2001, 412 (Aqua Butzke).

168 Vgl. Bärwaldt, GmbHR 2001, 251; Kleindieck, NZG 2002, 18, 21; Witt, WuB II N. § 210 UmwG 1.01.

169 Vgl. Grunewald, ZIP 2002, 18, 21; Kallmeyer, GmbHR 2001, 204; Wenger, EWiR 2001, 331.

170 Wie hier Grunewald, ZIP 2002, 18, 21; Hoffmann-Becking, in: Henze/Hoffmann-Becking, Gesellschaftsrecht 2001, 2001, S. 55, 67 für den gleichgelagerten Fall der Eingliederung; Hüffer, aaO (Fn. 6), § 327f AktG Rdn. 2; Krieger, BB 2002, 53, 60.

171 Zur darauf zugeschnittenen Begründungslinie BGH ZIP 2001, 199, 200.

172 Vgl. Henze, ZIP 2002, 97, 107 für den Fall der Eingliederung, allerdings ohne Auseinandersetzung mit § 320b Abs. 2 Satz 3 AktG. Für den *Squeeze out* auch Habersack,

diesem folgerichtigen Zuendedenken einer höchstrichterlichen Begründungslinie zu unterscheiden ist die rechtspolitische Frage, ob der Gesetzgeber *de lege ferenda* dem Vorschlag des Deutschen Juristentages folgen und abfindungswertbezogene Informationsmängel durchgängig ins Spruchverfahren verweisen soll.[173]

b) Anfechtungsklage

Für sonstige Mängel verbleibt es bei der Anfechtbarkeit nach Maßgabe der §§ 243 ff AktG.

aa) Zur Frage der Beschlusskontrolle

Die *Squeeze out*-Regeln bieten hier ein neues Exerzierfeld für die altbekannte Frage, ob Hauptversammlungsbeschlüsse einer materiellen Inhaltskontrolle unterliegen. Wer der wohl herrschenden Lehre anhängt, wonach gesetzlich vorgeprägte Grundlagenbeschlüsse einer Inhaltskontrolle entzogen sind[174], wird dies auch für den Ausschluss von Minderheitsaktionären annehmen. Die Rechtsprechung des BGH weist seit der meinungsbildenden Linotype-Entscheidung[175] in die gleiche Richtung: Nach Auffassung des II. Zivilsenats bedürfen weder der Auflösungs- noch der Kapitalherabsetzungsbeschluss einer sachlichen Rechtfertigung.[176] Immerhin kann man der Hilgers-Entscheidung zur Treuepflicht des Mehrheitsaktionärs beim Kapitalschnitt[177] nach der authentischen Interpretation des Senatsvorsitzenden entnehmen, dass „damit kein Freibrief für die Hinausdrängung von Minderheitsaktionären erteilt worden ist"[178]. In unserem Zusammenhang ändert das freilich wenig, weil der Gesetzgeber ebendiesen Freibrief in Form der §§ 327a ff AktG nunmehr ausgestellt hat und sich dessen spezialgesetzliche Wertung gegen eine generalklauselartige Beschlusskontrolle durchsetzt.[179] Die gericht-

ZIP 2001, 1230, 1237; Kiem, aaO (Fn. 3), S. 329, 343; Sieger/Hasselbach, ZGR 2002, 120, 160; Vetter, AG 2002, 176, 183, die die aus § 327f Abs. 1 Satz 3 AktG herrührenden Bedenken aber allesamt nicht thematisieren.

173 Vgl. Verhandlungen des 63. Deutschen Juristentages, 2000, Bd. II/1, S. 0 76.

174 Vgl. Hüffer, aaO (Fn. 6), § 243 AktG Rdn. 24, 27 m.w.N.

175 Vgl. BGHZ 103, 184.

176 Vgl. BGHZ 103, 184, 189 ff; 138, 71, 76.

177 Vgl. BGHZ 142, 167; dazu Krieger, ZGR 2000, 885.

178 Röhricht, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 1999, 2000, S. 3, 13.

179 Im Ergebnis ebenso Grunewald, ZIP 2002, 18, 21; Krieger, BB 2002, 53, 55; Sieger/Hasselbach, ZGR 2002, 120, 143; Vetter, AG 2002, 176, 186; Hüffer, aaO (Fn. 6), § 327a AktG Rdn. 11.

liche Inhaltskontrolle schrumpft damit – durchaus im Einklang mit dem internationalen Standard[180] – auf Restbereiche einer Treupflichtkontrolle zusammen.

bb) Zur Treuwidrigkeit von Ausschlussbeschlüssen

Eine Aufgabe der Rechtswissenschaft – vielleicht ihre wichtigste im Rahmen der §§ 327a ff AktG – liegt darin, die Lebenssachverhalte vollständig zu erfassen, in denen ein solcher Treupflichtverstoß vorliegt. Dogmatische Stabilität lässt sich dabei noch am ehesten erzielen, wenn man den in seiner Besonderheit voll gewürdigten Einzelfall mit allgemeinen Rechtsgedanken verknüpft, die Rechtsprechung und Lehre zur Konkretisierung des § 242 BGB ausgearbeitet haben.[181]

aaa) Verbot widersprüchlichen Verhaltens

Gegen Treu und Glauben verstößt, wer sich durch die Ausübung seines Rechts zu seinem eigenen Vorverhalten, auf das der andere vertraut, in Widerspruch setzt.[182] Danach könnte ein Hauptaktionär gehindert sein, ein Ausschlussverlangen geltend zu machen, nachdem er die Minderheitsaktionäre kurz zuvor für eine Gesellschaftsgründung gewonnen oder zur Teilnahme an einer Kapitalerhöhung veranlasst hat.[183] Der Vorwurf des

180 Gegen das Erfordernis einer sachlichen Rechtfertigung nach der Kali- und Salz-Doktrin bei einer *Squeeze-out*-Spaltung der österreichische OGH, ecolex 1998, 557 und ecolex 1998, 711; insoweit zustimmend Bachner, ecolex 2000, 360, 361–362. Sehr zurückhaltend auch die englische Spruchpraxis bei einem Klagebegehren von Minderheitsaktionären nach sec. 430F Companies Act 1985; vgl. Farrar/Hannigan, aaO (Fn. 19), S. 608: „If dissenting shareholders wish to object to the compulsory acquisition, and given that 90 % of the shareholders think the scheme is proper, the onus is on the dissenters to convince the court that compulsory acquisition would be unfair (…) It is not enough to show that the scheme was open to criticism or capable of improvement." Für einen seltenen Ausnahmefall *Re Bugle Press Ltd.* [1961] Ch. 434; dazu Gower/Davies, aaO (Fn. 60), S. 711.

181 Zur Systematisierung der Rechtsausübungsschranken näher Larenz/Wolf, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 8. Aufl., 1997, § 16 III, Rdn. 14 ff; Larenz, Lehrbuch des Schuldrechts, Bd. I: Allgemeiner Teil, 14. Aufl., 1987, S. 132–134.

182 Vgl. BGHZ 47, 184, 189; Roth, Münchener Komm. z. BGB, 3. Aufl., 1994, § 242 Rdn. 322; monographisch Singer, Das Verbot widersprüchlichen Verhaltens, 1993.

183 Ähnlich Grunewald, ZIP 2002, 18, 22; für Auflösungsbeschlüsse auch M. Winter, Mitgliedschaftliche Treubindungen im GmbH-Recht, 1998, S. 160.

Rechtsmissbrauchs gründet sich hier vor allem darauf, dass der Hauptaktionär den Eindruck einer dauerhaften Kapitalanlage erweckt, diesen „Investitionsvertrag“[184] aber alsbald wieder aufkündigt. Das führt bei den ausgeschlossenen Minderheitsaktionären nicht nur – wie bisweilen etwas leichtfertig dahingesagt – zur Enttäuschung emotionaler Erwartungen[185], sondern auch zu Reinvestitionskosten und möglichen Steuernachteilen.[186]

bbb) Verwirkung

Dem widersprüchlichen Verhalten nahe steht die Verwirkung.[187] Ihre Voraussetzungen pflegt man dahin zu umschreiben, dass *erstens* der Berechtigte sein Recht längere Zeit nicht geltend macht, *zweitens* dadurch beim anderen Teil berechtigterweise das Vertrauen entsteht, der Berechtigte werde sein Recht nicht mehr ausüben und *drittens* der andere Teil sich darauf eingerichtet hat.[188] Bedeutung erlangen kann das im Rahmen des § 327a AktG, wenn der Hauptaktionär nach Erreichen der 95 %-Schwelle ungebührlich lange Zeit verstreichen lässt, ehe er mit seinem Ausschlussverlangen hervortritt. Im Einzelfall wird es hier allerdings wesentlich auf die Intensität des Vertrauenstatbestandes und die Schutzbedürftigkeit der Minderheitsaktionäre ankommen, die bei geschlossenen Gesellschaften am ehesten gegeben sein dürfte.[189] Dass der Gesetzgeber keine festen Zeitgrenzen für das Ausschlussbegehren eingeführt hat[190], schließt die Annahme einer Verwirkung jedenfalls nicht *a limine* aus.[191]

184 In der französischen Doktrin spricht man mitunter von einem „contrat d’investissement“, vgl. D. Schmidt/Baj, Rev. dr. bancaire 1991, 182, 187 ff; Dies., Rev. dr. bancaire 1992, 137, 138; Couret, Bull. Joly 1992, 363, 374.

185 Vgl. DAV-Handelsrechtsausschuss, NZG 1999, 850.

186 Für eine vollständige Exposition möglicher Nachteile Clark, aaO (Fn. 28), § 12.2.1, S. 504–509: „(1) tax burden, (2) reinvestment costs, (3) defeated expectations, (4) loss from impacted information, (5) loss from self-dealing“.

187 Roth, aaO (Fn. 182), § 242 BGB Rdn. 323 bezeichnet sie als Unterfall des widersprüchlichen Verhaltens.

188 Vgl. BGHZ 43, 252; 105, 290, 298; BGH NJW 1984, 1684.

189 Vorsichtig in diese Richtung auch Kiem, aaO (Fn. 3), S. 329, 340, wonach ein formal möglicher *Squeeze out* „aufgrund langer, vielleicht sogar jahrzehntelanger Verbindungen im Gesellschafterkreis aber als Treupflichtverstoß erscheinen mag“; kritisch dazu Krieger, BB 2002, 53, 55, der aber beim Vorliegen besonderer Umstände, die zu der langjährigen Aktionärsstellung hinzutreten, eine Treuepflichtverletzung für möglich hält.

190 Zur rechtspolitischen Kritik daran oben III. 2.

191 Allgemein dazu, dass die Verwirkung gerade bei Gestaltungsrechten eine große Rolle spielt, Larenz, aaO (Fn. 181), S. 134; Larenz/Wolf, aaO (Fn. 181), § 16 Rdn. 63.

ccc) Unredlicher Erwerb der eigenen Rechtsstellung

Gegen Treu und Glauben verstößt schließlich, wer ein Recht geltend macht, das er sich durch eigenes treuwidriges Verhalten auf unredliche Weise verschafft hat.[192] Einen aktienrechtlichen Anwendungsfall bildet der vom Mehrheitsgesellschafter betriebene Formwechsel einer GmbH in eine AG mit dem Ziel, sich eines missliebigen Mitgesellschafters zu entledigen.[193] Da letzterer die wahren Hintergründe häufig erst im Nachhinein erfassen wird, verschlägt eine Anfechtung des Umwandlungsbeschlusses im Hinblick auf § 202 Abs. 3 UmwG nicht viel. Hier hilft die Vorstellung einer unzulässigen Rechtsausübung infolge unredlichen Erwerbs der eigenen Rechtsposition, die zugleich die Anfechtbarkeit des *Squeeze-out*-Beschlusses zu begründen vermag.[194] Bei einem engen zeitlichen Zusammenhang von Formwechsel und Zwangsausschluss wird man den betroffenen Minderheitsaktionären zudem Erleichterungen in der Darlegungs- und Beweislast zubilligen müssen.[195]

c) Freigabeverfahren

Gemäß § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 6 AktG kann die durch eine Beschlussmängelklage ausgelöste Registersperre im Freigabeverfahren überwunden werden. Die größte Bedeutung dürfte hier die offensichtliche Unbegründetheit der Klage erlangen[196], handelt es sich bei § 327a AktG doch um einen allgemeinen und voraussetzungslosen Ausschlussgrund.[197] Schwieriger darzutun ist das vorrangige Vollzugsinteresse, weil allfällige Kostenersparnisse den Verlust der Mitgliedschaft in der Regel nicht aufwiegen können.[198] Immerhin rechnet die Regierungsbegründung wirtschaftliche Nachteile in der Person des Hauptaktionärs zum abwägungserheblichen Material.[199] In die gleiche Richtung weist ein kürzlich veröffentlichter Beschluss des OLG

192 Vgl. BGHZ 9, 94; 13, 346; 51, 11.

193 Ähnlich Habersack, ZIP 2001, 1230, 1234 f; Krieger, BB 2002, 53, 61 f; zurückhaltend aber Grunewald, ZIP 2002, 18, 22 f. Vgl. zur Unzulässigkeit einer Hinauskündigung nach freiem Ermessen im GmbH-Recht den Text zu Fn. 77–78.

194 Zu dieser Rechtsfolge auch Grunewald, ZIP 2002, 18, 23; Krieger, BB 2002, 53, 62.

195 Überzeugend Krieger, BB 2002, 53, 63.

196 Ebenso Grunewald, ZIP 2002, 18, 20; Krieger, BB 2002, 53, 60.

197 Dazu oben II. 1. b).

198 Vgl. Kiem, aaO (Fn. 3), S. 329, 346; Vetter, AG 2002, 176, 190.

199 Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 73: „Bei der in diesem Verfahren ggf. vorzunehmenden Interessenabwägung kann es beispielsweise von Bedeutung sein, dass der Hauptaktionär den Ausschluss der Minderheit als Teil einer Umwandlung oder einer sonstigen umfassenderen Umstrukturierung betreibt."

Düsseldorf zum Formwechsel.[200] Einschränkend wird man allerdings verlangen müssen, dass den vom Hauptaktionär geltend gemachten Nachteilen ein ganz erhebliches Gewicht zukommt.[201] Der mangelnde Bestandsschutz des *Squeeze out*[202] rechtfertigt für sich jedenfalls keine großzügigere Handhabung der Freigabevoraussetzungen zu Gunsten des Hauptaktionärs.[203]

d) Fehlerhafte Ausschließung

Mängel der Ausschließung werden durch die Handelsregistereintragung nicht geheilt. Vielmehr besteht nach § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 6 AktG ein Schadensersatzanspruch der zu Unrecht ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre, der auf Wiedereinräumung der Mitgliedschaft gerichtet ist.[204] Wie bei der Eingliederung gelten allerdings auch hier die Regeln über die fehlerhafte Gesellschaft.[205] Anders liegt es nur, wenn es an dem Mehrheitserfordernis des § 327a Abs. 1 AktG fehlt und der Hauptversammlungsbeschluss daher nach § 241 Nr. 3 AktG nichtig ist.[206]

4. Verhältnis zu anderen Ausschlusstechniken

Schließlich ist der Bogen zu den verschiedenen Ausschlusstechniken im bisherigen Recht zurückzuschlagen.[207] Als erörterungsbedürftig erweist sich hier, ob die neuen *Squeeze-out*-Regeln die hergebrachten Formen des mittelbaren Ausschlusses verdrängen. Die Frage stellen, heißt sie zu verneinen: Für eine – wie auch immer begründete – Sperrwirkung der §§ 327a ff AktG geben weder die Gesetzesmaterialien noch die Gesetzessystematik einen Anhalt.[208]

200 Vgl. OLG Düsseldorf AG 2002, 47, 49: drohender Verlust von Steuervorteilen für Mehrheitsaktionär in Höhe von 275 Mio. DM.

201 Deutlich zu weitgehend Sieger/Hasselbach, ZGR 2002, 120, 159; vorsichtiger Krieger, BB 2002, 53, 60. „besondere Nachteile".

202 Dazu sogleich unter d).

203 Abw. für die Eingliederung Grunewald, aaO (Fn. 102), § 319 AktG Rdn. 38; Habersack, aaO (Fn. 102), § 319 AktG Rdn. 33.

204 Ebenso Krieger, BB 2002, 53, 60.

205 Vgl. zur Eingliederung Grunewald, aaO (Fn. 102), § 319 AktG Rdn. 6, 43; Habersack, aaO (Fn. 102), § 319 AktG Rdn. 40, 31, § 320b AktG Rdn. 22; Kort, Bestandsschutz fehlerhafter Strukturänderungen im Kapitalgesellschaftsrecht, 1998, S. 189 ff.

206 Ebenso für den Parallelfall bei der Mehrheitseingliederung Habersack, aaO (Fn. 102), § 319 AktG Rdn. 9; Kort, aaO (Fn. 205), S. 190 f.

207 Dazu oben II. 1. a).

208 Im Ergebnis ebenso Wolf, ZIP 2002, 153, 154.

Jede Ausschlusstechnik folgt vielmehr ihren eigenen Regeln, so dass dem Mehrheitsaktionär bei einem Anteilsbesitz zwischen 75 % und 95 % auch fortan die Möglichkeit einer übertragenden Auflösung zu Gebote steht.[209] Dabei muss er freilich die Nachteile in Kauf nehmen, die mit einem solchen Verfahren einhergehen.[210]

V. Schluss

Wie der Streifzug durch die §§ 327a ff AktG gezeigt hat, sind die neuen Vorschriften weitaus mehr als ein Anhängsel des WpÜG, ohne dass ihnen dies allerdings durchweg zum Vorteil gereicht. Gute Dienste leistet der *Squeeze out* aber beim Einsammeln von Restminderheiten im Anschluss an ein Gesamtübernahmeangebot und beim Rückzug von der Börse, also im genuinen Anwendungsbereich des Börsengesellschaftsrechts. Daher stammt er, dahin gehört er und dort soll er auch bleiben.

209 So auch Schwichtenberg, DStR 2001, 2075, 2082.

210 Zu ihnen Ehricke/Roth, DStR 2001, 1120; Schwichtenberg, DStR 2001, 2075, 2077–2078.