

Inhaltsverzeichnis

Vorwort — V

Abkürzungsverzeichnis — XIX

Gegenstand der Untersuchung — 1

Wesentliche Ergebnisse — 7

Teil 1 Einführung — 13

§ 1 Gesetzliche Grundlagen — 13

I Ausgangspunkt — 13

II Aktienrechtlicher Squeeze-out — 15

III Finanzmarktrechtlicher Squeeze-out — 16

IV Übernahmerechtlicher Squeeze-out — 17

V Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out — 18

VI Delisting — 19

1 Verkehrsfähigkeit der Aktie — 19

2 Aufgabe der Rechtsprechung — 21

3 Empirische Erkenntnisse — 21

4 Appell an den Gesetzgeber — 23

VII Weitere kompensationspflichtige Strukturmaßnahmen — 24

§ 2 Rechtsschutzsystem bei Strukturmaßnahmen — 25

I Verfassungsrechtliche Grundlagen — 26

II Beschlussfassung durch die Hauptversammlung — 26

III Gerichtliche Beschlussmängelkontrolle — 27

1 Anfechtungs- und Auskunftsklage — 27

2 Systemwechsel in der Beschlusskontrolle — 29

a Interessenabwägung im Freigabeverfahren — 29

b Rechtsfolgen einer erfolgreichen Anfechtungsklage — 29

c Verfassungsrechtliche Fragen des Systemwechsels — 30

d Verfassungsrechtliche Reduzierung — 31

e Fazit — 32

3 Auswirkungen auf das Spruchverfahren — 33

IV Spruchverfahren — 34

1 Ziele des Spruchverfahrensgesetzes — 35

2 Funktion des Spruchverfahrens — 35

3 Gesellschaftspolitische Bedeutung des Spruchverfahrens — 40

a Wirtschaftliches Ergebnis — 40

b Reduzierung des strukturellen Interessenkonflikts — 40

c Aktionärsquote in Deutschland — 41

	d	Vorteile einer hohen Aktionärsquote —	44
	e	Mögliche Ursachen einer niedrigen Aktionärsquote —	45
4		Einleitung des Spruchverfahrens —	46
5		Anwendbares Verfahrensrecht —	47
6		Thematische Schwerpunkte —	47
7		Ausgewählte Verfahrensfragen —	49
	a	Antragsrecht —	49
	aa	Erste Instanz —	49
	bb	Beschwerdeverfahren —	49
	b	Nachweis der Antragsberechtigung —	50
	c	Vorlagepflicht von Unterlagen —	50
	aa	Ziele des Gesetzgebers —	50
	bb	Geheimhaltungsinteresse —	51
	cc	Gutachten von Sachverständigen —	53
	d	Verfahrensförderungspflichten —	57
	e	Beauftragung eines Sachverständigen —	59
	f	Verfahrensbeendigung —	61
	aa	Ausgangspunkt —	61
	bb	Teilvergleich —	63
	cc	Kein Vergleich durch Mehrheitsentscheidung —	64
	dd	Einbeziehung Dritter —	65
	g	Überlange Verfahrensdauer —	65
	h	Landesrechtliche Zuständigkeiten —	67
8		Unternehmensplanung —	69
9		Vorgaben des Gesetzgebers —	69
§ 3		Barabfindung und innerer Wert —	70
	I	Eigentumsgarantie —	71
	II	Unternehmenswert —	72
	1	Situationsimmanenter Interessenkonflikt —	73
	2	Bedeutung des Spruchverfahrens —	73
	3	Methoden zur Unternehmensbewertung —	74
	a	Ausgangspunkt —	74
	b	Unternehmensbewertung —	75
	c	Börsenkurs —	76
	III	Ermittlung der Barabfindung —	77
	IV	Umfang der gerichtlichen Nachprüfung —	77
	1	Kompetenzgefüge der Aktiengesellschaft —	78
	2	Prüfungstiefe —	78
	3	Thematische Schwerpunkte —	80

Teil 2	Tatsächlicher Untersuchungsrahmen — 83
§ 4	Zugrunde liegendes Datenmaterial — 83
	I Untersuchungszeitraum — 83
	II Erhobene Daten — 84
	III Ausgewertete Informationsquellen — 85
	IV Statistische Auswertungsmodelle — 86
§ 5	Anzahl der Squeeze-out-Verfahren — 87
	I Liste der Squeeze-out-Beschlüsse — 88
	1 Gesellschaften — 88
	2 Aufschlüsselung nach Branchen — 98
	a Automobilbranche — 99
	b Banken — 100
	c Bauindustrie — 101
	d Chemie — 102
	e Energie & Rohstoffe — 103
	f Finanzdienstleistungen — 104
	g Handel — 106
	h Industrie — 106
	i Konsumgüter — 108
	j Medien — 110
	k Nahrungsmittel — 111
	l Pharma & Gesundheit — 112
	m Software — 113
	n Technologie — 114
	o Telekommunikation — 114
	p Transport & Logistik — 115
	q Versicherungen — 116
	r Versorger — 117
	3 Aufschlüsselung nach Jahren — 118
	4 Anzahl und Wert der übertragenen Aktien — 120
	II Nicht vollzogene Squeeze-out — 122
	1 Absage der Hauptversammlung — 122
	2 Keine Beschlussfassung — 123
	3 Nichtige Beschlussfassungen — 123
	4 Keine Durchführung des Beschlusses — 123
	5 Insolvenz des Hauptaktionärs — 123
	6 Aufhebung des Beschlusses — 124
Teil 3	Datenanalysen zum Rechtsschutzsystem — 125
§ 6	Vorangegangene Übernahmeangebote und Strukturmaßnahmen — 125
	I Leitungsmacht ohne Beherrschungsvertrag — 125
	II Übernahmeangebote — 126

	III Unternehmensvertrag — 128
	IV Übernahmerechtlicher Squeeze-out — 128
	1 Markt und Informationen — 129
	2 Empirische Daten zur „Gegenleistung“ — 130
	a Vergleich: „Gegenleistung“ und beschlossene Barabfindung — 130
	b Vergleich: „Gegenleistung“ und angemessene Barabfindung im Ergebnis nach Spruchverfahren — 139
	c Zusammenhang zwischen Information und Preis — 150
	aa Börsenkurs kein Wertindikator für vollen Wertausgleich — 151
	(a) Kapitalmarkteffizienz — 151
	(b) Asymmetrie der bewertungsrelevanten Informationen — 153
	(c) Einpreisung der bewertungsrelevanten Informationen — 153
	(d) Weitere Gründe gegen ein alleiniges Abstellen auf den Börsenkurs — 154
	(aa) Irrationalität von Börsenentscheidungen — 154
	(bb) Handelbares Aktienvolumen — 155
	(cc) Typische Haltedauern — 155
	(dd) Preisallokation der Minderheitsaktionäre — 156
	bb Plausibilitätskontrolle — 157
	cc Zwischenergebnis — 157
	3 Rechtsnatur von unwiderleglichen Vermutungen — 158
§ 7	Beschlussmängelkontrollklagen gegen Squeeze-out-Beschlüsse — 160
	I Statistik — 160
	II Erhöhung der Barabfindung — 162
	1 Gesamtzahl der Erhöhungen von Barabfindungen — 163
	2 Wert der Erhöhungen — 165
	a Übersicht — 165
	b Aufstellung der Verfahren — 166
	c Auswirkung auf Spruchverfahren — 172
§ 8	Daten zum Spruchverfahren — 174
	I Anzahl von Spruchverfahren — 174
	II Erstinstanzliche Spruchverfahren — 175
	1 Anzahl der eingeleiteten und abgeschlossenen Spruchverfahren — 176
	2 Art der Verfahrensbeendigung — 177
	III Beschwerdeverfahren — 178
	1 Anzahl der eingelegten und abgeschlossenen Beschwerden — 178

- 2 Art der Verfahrensbeendigung — **180**
 - IV Spruchverfahren vor dem Bundesgerichtshof — **181**
 - V Zuständige Gerichte — **182**
 - 1 Landesrechtliche Zuständigkeitsverordnungen — **182**
 - 2 Verteilung der erstinstanzlichen Spruchverfahren nach Bundesländern — **183**
 - 3 Verteilung der Beschwerdeverfahren nach Bundesländern — **185**
- Teil 4 Datenanalysen zum Ausgang der Spruchverfahren — 189**
- § 9 Erhöhung der Barabfindung in Spruchverfahren – Anzahl — **189**
 - I Erstinstanzliche Entscheidungen der Landgerichte — **189**
 - II Entscheidungen der Beschwerdegerichte — **191**
 - 1 Ausgangspunkt — **191**
 - 2 Anhebung der Barabfindung im Beschwerdeverfahren — **192**
 - 3 Herabsetzung der Barabfindung im Beschwerdeverfahren — **194**
 - III Ausgang aller Spruchverfahren — **196**
 - § 10 Erhöhung der Barabfindungen – Wert — **197**
 - I Erhöhung der Barabfindungen in Beschlussmängelklagen — **197**
 - II Erhöhung der Barabfindungen in Spruchverfahren — **197**
 - III Gesamtbetrag — **199**
 - IV Darstellung der Verfahren mit Erhöhung der Barabfindung — **206**
 - § 11 Vergleich der Erfolgsquoten in Spruchverfahren und zivilrechtlichen Leistungsklagen — **215**
 - I Erfolgsquote in Spruchverfahren — **215**
 - II Ausgang von zivilrechtlichen Klagen — **216**
 - III Vergleich der Verfahrensarten — **216**
 - IV Rechtsschutzbedürfnis — **217**
- Teil 5 Datenanalysen zum Ablauf von Squeeze-out-Verfahren — 221**
- § 12 Zeitlicher Ablauf des Squeeze-out — **221**
 - I Zeitraum zwischen Verlangen und Hauptversammlung — **221**
 - 1 Gesetzliche Grundlage — **221**
 - 2 Länge des Zeitraums — **223**
 - 3 Auszuführende Tätigkeiten — **225**
 - 4 Unternehmensbewertung und Erstellung der Berichte — **225**
 - a Bewertungsrelevante Informationen — **226**
 - b Aktienrechtliche Informationspflichten — **226**
 - c Zeitvorgabe für das Spruchverfahren — **227**
 - aa Verfahrensförderungspflichten der Minderheitsaktionäre — **227**
 - bb Verfahrensförderungspflichten der Hauptaktionäre — **228**

- (a) Rechtlicher Rahmen — **228**
 - (b) Rechtsfolge bei Verletzung — **228**
 - cc Zeitvorgabe für Sachverständige — **230**
 - 5 Referenzzeitraum für den Börsenkurs als Wertuntergrenze — **231**
 - a Vorgaben der Rechtsprechung — **231**
 - b Empirische Erkenntnisse — **233**
 - c Zwischenergebnis — **234**
 - II Zeitraum zwischen Hauptversammlung und Eintragung im Handelsregister — **234**
 - 1 Ausgangspunkt — **234**
 - 2 Bereinigung — **235**
 - 3 Daten nach Systemwechsel in der Beschlussmängelkontrolle — **237**
 - III Verfahrensdauer von Spruchverfahren — **237**
 - 1 Verzerrende Faktoren — **238**
 - 2 Noch laufende Verfahren — **239**
 - a Zusammenfassung — **239**
 - b Eingangsinstanz — **239**
 - c Beschwerdeinstanz — **240**
 - 3 Beendete Verfahren — **241**
 - a Zusammenfassung — **241**
 - b Eingangsinstanz — **241**
 - c Beschwerdeinstanz — **242**
 - 4 Berücksichtigung von verzerrenden Faktoren — **243**
 - 5 Vorgabe des Gesetzgebers — **245**
- § 13 Übertragungsbericht und Bewertungsgutachten — **250**
 - I Form und Inhalt des Übertragungsberichts — **250**
 - 1 Gesetzlicher Rahmen — **251**
 - 2 Geheimhaltung — **252**
 - II Bewertungsgutachten — **252**
 - 1 Funktionen — **252**
 - 2 Unternehmensbewertung — **253**
 - 3 Tätige Bewertungsgutachter — **253**
 - a Mandatierung — **253**
 - b Situationsimmanenter Interessenkonflikt — **253**
 - c Berufsrechtliche Fragestellungen — **257**
 - 4 Erstellung der Bewertungsgrundsätze — **258**
 - III Unterbewertungen in Bewertungsgutachten — **261**
 - 1 Einführung — **261**
 - 2 Anzahl der Fehlbewertungen — **262**
 - 3 Wirtschaftliche Auswirkungen der Fehlbewertungen — **263**
 - 4 Rechtsqualität von Bewertungsgutachten — **264**

- § 14 Prüfung der Barabfindung auf Angemessenheit — **265**
 - I Zweck der sachverständigen Prüfung — **265**
 - II Die Abfindungsprüfung in der Praxis — **267**
 - 1 Ergebnisübersicht — **267**
 - 2 Einwendungen von sachverständigen Prüfern — **268**
 - 3 Ursachenforschung der Fehlbewertung — **269**
 - III Fehlende Distanz zwischen sachverständigen Prüfern und Bewertungsgutachtern — **271**
 - 1 Zeitgleiche Tätigkeit von sachverständigen Prüfern und Bewertungsgutachtern — **271**
 - 2 Auflagen im Bestellungsbeschluss — **272**
 - IV Tätige sachverständige Prüfer — **274**
 - 1 Bestellte Wirtschaftsprüfungsgesellschaften — **274**
 - 2 Tätige Berufsträger — **275**
 - a Baker Tilly Roelfs Gruppe — **275**
 - b BDO AG — **276**
 - c Deloitte GmbH — **276**
 - d Ebner Stolz Gruppe — **277**
 - e Ernst & Young GmbH — **277**
 - f KPMG AG — **278**
 - g PwC AG — **278**
 - h RBS RoeeverBroennerSusat GmbH & Co. KG — **278**
 - i Rödl & Partner GbR — **279**
 - j Warth & Klein Grant Thornton AG — **279**
 - 3 Unterbewertungen in Berichten der sachverständigen Prüfer — **280**
 - a Unterbewertungen je Prüfungsgesellschaft — **281**
 - b Unterbewertungen je Berufsträger — **285**
 - aa Baker Tilly Roelfs Gruppe — **285**
 - bb BDO AG — **285**
 - cc Deloitte GmbH — **286**
 - dd Ebner Stolz Gruppe — **286**
 - ee Ernst & Young GmbH — **287**
 - ff KPMG AG — **287**
 - gg PwC AG — **288**
 - hh RBS RoeeverBroennerSusat GmbH & Co. KG — **288**
 - ii Rödl & Partner GbR — **289**
 - jj Warth & Klein Grant Thornton AG — **289**
 - c Sachverständige Prüfer mit überdurchschnittlichen Fehlbewertungen — **290**
 - d Zwischenergebnis — **291**
 - V Konstellationen bei signifikanten Fehlbewertungen — **291**

	VI	Interessengerechte Sach- und Rechtsauffassungen —	296
	1	Vorgaben des Gesetzgebers —	296
	2	Handhabung in der Praxis —	297
	3	Thematische Schwerpunkte in den Prüfungsberichten —	299
	VII	Vorschläge für die Praxis —	301
	1	Bestandsaufnahme —	301
	2	Erforderlichkeit der Abfindungsprüfung —	301
	3	Handhabung des Verfahrensrechts —	303
	4	Auswahlkriterien —	304
	a	Situationsimmanenter Interessenkonflikt —	304
	b	Wesentliche Marktteilnehmer —	305
	c	Anforderungen an die Bestellung sachverständiger Prüfer —	305
	5	Erteilung von Auflagen im Bestellungsbeschluss —	306
§ 15		Verfahrensbeteiligte in Spruchverfahren —	309
	I	Antragsteller —	309
	II	Gemeinsamer Vertreter —	310
	1	Gesetzlicher Auftrag —	310
	2	Anforderungen —	311
	3	Kosten —	312
	a	Verfassungsrechtliche Vorgaben —	313
	b	Kostenrahmen —	314
	c	Eingeschränkter Amtsermittlungsgrundsatz —	316
	4	Handhabung in der Praxis —	317
	III	Der Sachverständige im Spruchverfahren —	319
	1	Erforderlichkeit einer Beweisaufnahme —	319
	2	Rechtsgrundlage —	321
	3	Weitere Tätigkeit des sachverständigen Prüfers —	321
	4	Erstellung eines Gutachtens —	322
	5	Ergebnis der Gutachten —	322
	6	Ablehnung wegen Besorgnis der Befangenheit —	323
	IV	Berater der Hauptaktionäre —	324
	V	Beteiligung der VzFK und ihrer Mitglieder —	326
	1	Verfahrensanzahl —	326
	2	Anhebung der Barabfindung —	327
Teil 6		Datenanalyse zu Einzelfragen der Unternehmensbewertung —	329
§ 16		Ausgangspunkt —	329
	I	Ansatzpunkte —	329
	II	Kapitalisierungszinssatz —	330
§ 17		IDW-Standard S 1 —	331
	I	Funktion —	331

- II Rechtsnatur — **336**
- III Entwicklung der IDW-Standards — **337**
 - 1 IDW-Standard S 1 (2000) — **338**
 - 2 Änderungen im IDW-Standard S 1 (2005) — **338**
 - a Kapitalisierungszinssatz — **338**
 - b Ausschüttungsannahme — **340**
 - c Prüfungsbedarf im Spruchverfahren — **341**
 - 3 Änderungen im IDW-Standard S 1 (2008) — **341**
 - a Änderungen auf Unternehmensebene — **341**
 - b Änderungen bei den Anteilseignern — **341**
 - c Prüfungsbedarf im Spruchverfahren — **342**
- IV In Spruchverfahren anzuwendende Fassungen — **343**
 - 1 Wirtschaftliche Auswirkungen — **343**
 - 2 Rechtsprechung — **345**
 - 3 Wirkungen einer Beschlussfassung — **346**
 - 4 Rückwirkungsverbot — **347**
 - a Ausgangspunkt — **347**
 - b Änderung des IDW-Standards — **347**
 - c Anwendung der Zinsstrukturkurve — **348**
- § 18 Basiszins — **348**
 - I Einführung — **349**
 - II Vergangenheitsorientierte Bewertung — **349**
 - III Zukunftsorientierte Bewertung — **350**
 - IV Zinsstrukturkurvenmethode — **351**
 - 1 Basiszinssätze für die Bewertungsstichtage — **351**
 - 2 Empfehlungen des IDW — **352**
 - 3 Rechtsprechung — **353**
 - V Glättungen und Rundungen — **354**
 - 1 Empfehlung des IDW — **354**
 - 2 Handhabung in der Praxis — **355**
 - 3 Rechtsprechung — **355**
 - 4 Stellungnahme — **356**
 - VI Risiken deutscher Staatsanleihen — **357**
 - VII Bewertungspraxis — **358**
- § 19 Risikozuschlag — **359**
 - I Einführung — **359**
 - II Zu- und Abschlagmethode — **360**
 - III (Tax-)CAPM-Verfahren — **361**
 - 1 Vor- und Nachteile des (Tax-)CAPM-Verfahren — **361**
 - 2 Marktrisikoprämie — **362**
 - a Berechnungsmethode (geometrisches vs. arithmetisches Mittel) — **362**

- b Verstoß gegen die Äquivalenztheorie — **366**
 - 3 Beta-Faktor — **367**
 - a Schätzungsunsicherheiten beim Beta-Faktor — **367**
 - b Anpassung an die Kapitalstruktur — **370**
 - c Anpassung an den Marktdurchschnitt — **371**
 - IV Risikozuschläge in der Bewertungspraxis — **372**
 - 1 Marktrisikoprämie in der Bewertungspraxis — **372**
 - 2 Tatsächliche (Über-)Renditen am Kapitalmarkt — **373**
 - 3 Bewertung von unternehmensindividuellen Risiken/Beta-Faktoren — **380**
 - V Risikozuschläge in der Bewertungspraxis von Hauptaktionären — **381**
 - 1 Beta-Faktoren nach Branchen — **381**
 - 2 Risikozuschläge gesamt — **382**
 - a Automobilbranche — **383**
 - b Banken — **384**
 - c Bauindustrie — **384**
 - d Chemie — **384**
 - e Energie & Rohstoffe — **384**
 - f Finanzdienstleistungen — **384**
 - g Handel — **384**
 - h Industrie — **384**
 - i Konsumgüter — **385**
 - j Medien — **385**
 - k Nahrungsmittel — **385**
 - l Pharma & Gesundheit — **385**
 - m Software — **385**
 - n Technologie — **385**
 - o Telekommunikation — **385**
 - p Transport & Logistik — **386**
 - q Versicherungen — **386**
 - r Versorger — **386**
 - VI Risikozuschläge in der Rechtsprechung — **386**
 - VII Erforderlichkeit eines Risikozuschlags — **387**
- § 20 Wachstumsabschlag — **388**
 - I Einführung — **388**
 - II Einflussfaktoren — **390**
 - 1 Bruttoinlandsprodukt — **390**
 - 2 Preisentwicklung — **392**
 - 3 Gewinnwachstum — **395**
 - 4 Unternehmensindividuelle Einflussfaktoren — **400**
 - III Der Wachstumsabschlag in der Bewertungspraxis — **400**
 - 1 Automobilbranche — **402**

	2	Banken	— 402
	3	Bauindustrie	— 402
	4	Chemie	— 402
	5	Energie & Rohstoffe	— 402
	6	Finanzdienstleistungen	— 402
	7	Handel	— 403
	8	Industrie	— 403
	9	Konsumgüter	— 403
	10	Medien	— 403
	11	Nahrungsmittel	— 403
	12	Pharma & Gesundheit	— 403
	13	Software	— 404
	14	Technologie	— 404
	15	Telekommunikation	— 404
	16	Transport & Logistik	— 404
	17	Versicherungen	— 404
	18	Versorger	— 404
	IV	Ergebnis	— 405
§ 21		Börsenkurs	— 406
	I	Rechtsrahmen	— 406
	II	Der Börsenkurs im Untersuchungszeitraum	— 407
	III	Referenzzeitraum	— 408
	IV	Anpassung des Börsenkurses an Verhältnisse am Bewertungstichtag	— 409
	V	Kritik	— 411
		1	Verstoß gegen die Effizienzmarkthypothese — 412
		2	Keine rückwirkende Änderung der Rechtsprechung — 413
Teil 7		Ergebnis – Vorschläge für die Praxis	— 415
§ 22		Handhabung des Spruchverfahrens	— 415
	I	Umsetzung der Vorgaben des Gesetzgebers	— 415
		1	Verfahrensdauer — 415
		2	Pflichtprüfung der Angemessenheit der Barabfindung — 417
		a	Ergebnis der Studie — 417
		b	Auswahl des sachverständigen Prüfers — 418
		c	Auflagen für sachverständige Prüfer — 418
		d	Anhörung des sachverständigen Prüfers — 419
	II	Beweiserhebung im Spruchverfahren	— 419
	III	Berücksichtigung empirischer Daten	— 420
		1	Rechtsgrundlagen — 421
		2	Prüfung von IDW-Empfehlungen — 421
		a	Bewertungsmethoden — 421

- b Nachsteuerbetrachtung — **422**
 - c Verbundeffekte — **423**
 - d Kapitalisierungszinssatz — **425**
 - 3 Anwendung von Marktstudien — **426**
 - IV Kapitalisierungszinssatz — **426**
 - V Börsenkurs — **427**
 - VI Gemeinsamer Vertreter — **428**
- § 23 Regulatorischer Modifizierungsbedarf — **429**
 - I Anwendungsbereich — **430**
 - 1 Delisting — **430**
 - 2 Übernahmerechtlicher Squeeze-out — **431**
 - 3 Nachteilsausgleich durch Sachkapitalerhöhung — **431**
 - II Verwaltungstechnische Handhabung — **432**
 - 1 Elektronischer Rechtsverkehr — **432**
 - 2 Elektronische Akte — **434**
 - 3 Zuständigkeitsverordnung — **434**
 - III Angemessenheitsprüfung der Barabfindung — **435**
 - IV Verfahrensbeschleunigung — **436**
 - V Kostenerstattung — **436**
 - 1 Kosten der Antragsteller — **437**
 - 2 Vergütung von Sachverständigen — **438**
 - 3 Vergütung für gemeinsame Vertreter — **441**
 - VI Verzinsung der Barabfindung — **441**
- § 24 Ausblick — **442**

Tabellen- und Abbildungsverzeichnis — 445

Stichwortverzeichnis — 453