

Friedrich-Schiller-Universität Jena

Rechtswissenschaftliche Fakultät



# Die Squeeze-out- Einführung

vor dem Hintergrund  
der wirtschaftlichen, rechtspolitischen  
und rechtsvergleichenden Analyse

## **Magisterarbeit**

zur Erlangung des akademischen Grades

Des Magister Legum (LL.M.)

an der Rechtswissenschaftlichen Fakultät

der Friedrich-Schiller-Universität Jena

vorgelegt von

**Arkadiusz Radwan**

aus Zabłudza bei Tarnów (Polen)

1. Gutachter: Prof. Dr. Walter Bayer

2. Gutachter: Prof. Dr. Olaf Werner

# GLIEDERUNG

<b>1. KAPITEL: EINLEITUNG UND PROBLEMORIENTIERTE BESTANDAUFNABME .....</b>	<b>4</b>
1.1. PROBLEMSCHILDERUNG .....	4
1.2. ZIEL DER ARBEIT UND GANG DER UNTERSUCHUNG .....	7
1.3. DIE ENTSTEHUNGSGESCHICHTE DES WPÜGESETZESENTWURFS .....	8
1.4. ANMERKUNGEN ZUR TERMINOLOGIE (BEGRIFFLICHES) .....	11
1.4.1. <i>Allgemeine Bemerkungen</i> .....	11
1.4.2. <i>Squeeze-out vs Freeze-out</i> .....	12
1.4.3. <i>Methode oder Ergebnis ?</i> .....	14
1.4.4. <i>Rechtssprache und Gesetzessprache</i> .....	16
<b>WIRTSCHAFTLICHE UND WIRTSCHAFTSPOLITISCHE BEGRÜNDUNG DER SQUEEZE-OUT-EINFÜHRUNG.....</b>	<b>17</b>
2.1. EINLEITUNG .....	17
2.2. ZUR SYSTEMATIK .....	18
2.3. „FIXE“ VERWALTUNGS- UND ORGANISATIONSKOSTEN .....	19
2.4. „FIXE“ KOSTEN DES MINDERHEITS- UND ANLEGGERSCHUTZES – BEACHTUNG FORMELLER PFLICHTEN DER VERWALTUNG .....	20
2.5. PAUSCHALISIERTE KONKRETE LÄSTIGKEIT DES VORHANDENEINS AUßENSTEHENDER MINDERHEIT .....	21
2.6. UMSTRUKTURIERUNG .....	23
2.7. KONZERN .....	24
2.8. SENKUNG VON AGENCY COSTS .....	25
2.8.1. <i>Gesteigerter Anreiz zur Optimierung der Managementleistungen         (improvement in incentives)</i> .....	25
2.8.2. <i>Herabsetzung der Kontrollkosten (Reduction in monitoring         costs)</i> .....	27
2.9. ERMUTIGUNG ZU DEN UNTERNEHMENSÜBERNAHMEN INSBESONDERE ZU DEN HOSTILE TAKEOVERS .....	27
2.10. DIE UNAUSFINDIGEN AKTIONÄRE .....	28
2.11. GLEICHBEHANDLUNG VON AKTIONÄREN .....	29
2.12. ERGEBNIS .....	31
<b>RECHTSVERGLEICHUNG .....</b>	<b>33</b>
3.1. EINFÜHRUNG .....	33
3.2. BELGIEN .....	33
3.3. FRANKREICH .....	39
3.4. GROSSBRITANNIEN .....	44
3.5. ITALIEN .....	50
3.6. NIEDERLANDE .....	52
3.7. POLEN .....	55
3.8. SCHWEIZ .....	63
3.9. RECHTSVERGLEICHENDE BETRACHTUNGEN .....	73
<b>SCHLUSSFOLGERUNGEN UND VORSCHLÄGE FÜR DEN DEUTSCHEN GESETZGEBER.....</b>	<b>76</b>

4.1. EINLEITUNG .....	76
4.2. VORSCHLAG FÜR EINE GESETZLICHEN SQUEEZE-OUT-REGELUNG.....	76
4.3. BEGRÜNDUNG DES REGULUNGSVORSCHLAGS .....	81
<b>ANHANG - DIE EINSCHLÄGIGEN GESETZES- BZW. GESETZESENTWURFSTEXTE IN DER ORIGINALFASSUNG .....</b>	<b>84</b>
DEUTSCHLAND.....	84
BELGIEN .....	88
FRANKREICH.....	92
GROßBRITANIEN.....	97
ITALIEN.....	104
NIEDERLANDE.....	105
POLEN .....	109
SCHWEIZ .....	112
<b>LITERATURVERZEICHNIS.....</b>	<b>117</b>
<b>STELLUNGNAHMEN: .....</b>	<b>131</b>

## 1. KAPITEL

# Einleitung und problemorientierte Bestandaufnahme

### 1.1. Problemschilderung

Das Begehren, Wirtschaftsstandort Deutschland zu stärken, wird seit gewisser Zeit oftmals in der juristischen Diskussion zum Ausdruck gebracht. Es strahlt ebenfalls auf die Rechtsentwicklung aus. Dies gilt sowohl für Rechtsprechung<sup>1</sup> wie auch für das gesetzliche Recht. Ein nächster Schritt in diese wünschenswerte Richtung sollte demnächst mit dem Inkrafttreten des neuen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) getan werden. Das der genannte Ziel der gesetzgeberischen Initiative vorschwebt, lässt sich schon den ersten Worten der Begründung zum Regierungsentwurf entnehmen. Danach

*„Hat sich die Bundesregierung nachhaltige Modernisierung des Standortes Deutschland zum Ziel gesetzt, um die Rahmenbedingungen für Investitionen und die Schaffung neuer Arbeitsplätze zu verbessern. Ein Bestandteil dieser Gesamtstrategie ist der hier vorgelegte Entwurf eines Gesetzes zur Rege-*

---

<sup>1</sup> Siehe z.B. BGHZ 136, 133 (Siemens/Nold). In der Presseerklärung hat der BGH ausgeführt, dass die Liberalisierung der strengen Voraussetzungen des Bezugsrechtsausschlusses beim genehmigten Kapital sollte „einen wesentlichen Beitrag dazu leisten, die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Aktiengesellschaften [mit Sitz in Deutschland] zu erhöhen“ und „dazu beitragen, den Wirtschaftsstandort Deutschland attraktiver zu gestalten“.

*lung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen“.<sup>2</sup>*

Dadurch wäre die „Dynamik der Kapitalmärkte“ in Deutschland gestärkt und zugleich hätte man dem „Shareholder Value“-Prinzip Rechnung getragen.<sup>3</sup>

Das neue Gesetz sollte darüber hinaus eine für Deutschland ganz neue, aktienrechtliche Regelung mit sich bringen, und zwar die des Zwangsauskaufs der Minderheit. Diese Regelung, gleichwohl für die Übernahmepraxis nicht ohne Relevanz, sollte mit dem Tag des In-Kraft-Tretens des WpÜG ins Aktiengesetz implantiert werden.

Nach dieser neuen Regelung sollte dem Hauptaktionär ermöglicht werden, sich der kleiner Minderheit zu entledigen, und zwar ohne dass es den Minderheitsaktionären Treuepflichtverletzungen oder sonstige Verstöße gegen die Gesellschaft oder den Hauptaktionär vorzuwerfen wären. Die Regelung löst sich vollständig von der Notwendigkeit des Vorliegens eines wichtigen Grundes auf der Seite der auszuschließenden Minderheitsaktionäre. Somit stellt sie einen Fremdkörper im System des Aktienrechts, das vor allem auf dem Kapital fokussiert und die durch den Einsatz vom Kapital erworbene Mitgliedschaft schützt. Dieser Schutz (Bestandschutz) wurde durch die Reform des Umwandlungsrechts (1995) verdichtet. In der Gesetzesbegründung sind folgende Überlegungen zu finden: „Die Möglichkeiten [...], außenstehende Anteilsinhaber gegen eine Abfindung, aber ohne ihre Zustimmung aus der Gesellschaft hinauszudrängen [...], entspricht nicht den Grundsätzen des Minderheiten- und Anlegerschutzes“<sup>4</sup>

Die Aussage und Bedeutung dieser Begründung reicht über das Umwandlungsgesetz hinaus<sup>5</sup> und statuiert gesellschaftsrechtlichen Schutz der Verbandsmitgliedschaft. Nunmehr wird dieser Grundsatz durch die Einführung eines gesetzlichen Ausschlussstatbestandes sehr stark relativiert. Bereits frü-

---

<sup>2</sup> Begründung zum Regierungsentwurf –AT, S. 61.

<sup>3</sup> Land/Hasselbach, DB 2000, S. 1747.

<sup>4</sup> Begründung zum Regierungsentwurf, § 120 UmwG, abgedruckt bei Ganske, Umwandlungsrecht, 2.Aufl., Düsseldorf 1995, S. 146.

<sup>5</sup> Lutter/Drygala, FS Kropff 1997, S. 191 (201).

her hat die Praxis die Wege gefunden, von den unerwünschten Minderheit Abschied zu nehmen, was am erfolgreichsten im Wege der sog. übertragenden Auflösung erreicht wurde.<sup>6</sup> Dieser unterschiedlich in der Lehre beurteilte Vorgang,<sup>7</sup> hat auch in der Rechtsprechung die Akzeptanz gefunden<sup>8</sup>.

Nunmehr sollte den Aktionären, die die Gesellschaft kapitalmäßig überwältigend beherrscht haben und sich der Minderheit entledigen wollen, ein mehr komfortables Instrument zur Verfügung gestellt werden, und zwar der des Squeeze-out.<sup>9</sup>

Mit der Einführung der neuen Regelung wird für den Aktionär, dem mindestens 95 Prozent der Anteile an einer Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien gehören (Hauptaktionär) (§ 327a AktG-E), die Möglichkeit geschaffen, die Minderheitsaktionäre in gesetzlich zulässiger Weise aus der Gesellschaft gegen Gewährung einer Barabfindung zu verdrängen.<sup>10</sup> Nach dem Entwurf sollte in den Vorgang die Hauptversammlung einbezogen werden; der Squeeze-out sollte nämlich mit einem korporativen Akt der Gesellschaft beschlossen werden (§ 327a AktG-E) was wiederum auf den Hauptaktionär bestimmte Informationspflichten im Vorfeld und am Tage der Beschlussfassung auferlegt (§§ 327c, 327d AktG-E). Die von Hauptaktionär festgelegte Abfindungshöhe (§ 327b AktG-E) kann nicht im Wege einer Anfechtung angegriffen werden. Stattdessen steht den ausscheidenden Aktionären der Weg des Spruchstellverfahrens offen (§ 327f AktG-E). Der Übergang von Aktien erfolgt mit der Eintragung des Hauptversammlungsbeschlusses ins Handelsregister (§ 327e Abs.2 AktG-E).

In der Begründung des Regierungsentwurfs wurden einige wirtschaftliche und rechtspolitische Argumente für die Einführung der neuen Regelung

---

<sup>6</sup> Der Begriff geht auf *Lutter/Drygala* zurück; *Lutter/Drygala*, FS Kropff, Düsseldorf 1997, S. 191.

<sup>7</sup> Siehe insbesondere *Lutter* [in:] *Lutter*, UmwG, 2. Aufl. Köln 2001, Einleitung, Rn. 39 ff.; *Lutter/Drygala*, FS Kropff, Düsseldorf 1997, S. 191; *Lutter/Bezzemberger*, AG 2000, S. 433; *Kallmeyer*, FS Lutter, S. 1245; *Fleischer*, DNotZ 2000, S. 876; *Wiedemann*, ZGR 1999, S. 856.

<sup>8</sup> OLG Stuttgart, 21.12.1993 – 10 U 48/93 = ZIP 1995, 1515 ff. (MotoMeter I) gefolgt von OLG Stuttgart, 4.12.1996 – 8 W 43/93 = ZIP 1997, 362 ff. (MotoMeter II) beendet mit BVerfG, 23.8.2001, BvR 68/95, BvR 147/97 = ZIP 2000, 1670 ff. = WM 2000, 1948 ff. (MotoMeter III); BayObLG, 17.9.1998 – 3 Z BR 37/98 = ZIP 1998, 2002 ff. (Magna Media/WEKA); siehe auch BGH, 1.2.1988 – ZR 75/87 = JZ 1989, S. 443 ff. (Linotype) mit Anmerkung von *Wiedemann*.

<sup>9</sup> Zur Terminologie siehe nachstehend Punkt 1.4.

<sup>10</sup> Begründung des Regierungsentwurfs – AT, S. 73.

ausgeführt.<sup>11</sup> Es wurde auch auf die Absicht angekündigt, die deutsche Gesetzgebung an den internationalen Standard anzugleichen.<sup>12</sup>

## **1.2. Ziel der Arbeit und Gang der Untersuchung**

Der Verfasser vorliegenden Arbeit hat sich zum Ziel gesetzt, die Bedürftigkeit der Einführung der durchaus im deutschen Recht beispielslosen Regelung zu prüfen. Dabei werden die bislang sei es in der Entwurfsbegründung selbst, sei es im Schrifttum ausgeführten Argumente gruppiert, dargestellt, gewürdigt und um neue Überlegungen ergänzt. Des weiteren soll der „internationale Standard“ unter die Lupe genommen werden. Es wird in alphabetischer Reihenfolge der Rechtslage in Belgien, Frankreich, Großbritannien, Italien, den Niederlanden, Polen und der Schweiz die Aufmerksamkeit gewidmet. Die Darstellung sollte die Details aller Aspekte der Problematik einleuchten, d.h. nicht nur die Ausgestaltung des Squeeze-out und seine rechtstechnische Abwicklung, sondern auch die möglichen Zusammenhänge und Verflechtungen mit anderen Rechtsinstituten. Die Darstellung ist auf den aktuellsten Stand der Gesetzgebung gebracht. Sind in der letzten Zeit in den jeweiligen Gesetzgebungen Änderungen vorgenommen, werden sie nach Möglichkeit vor dem Hintergrund des und in Zusammenstellung mit den alten Rechtslage besprochen. Soweit existent, finden auch die Gesetzestexte die sich im Entwurfsstadium befinden ebenfalls die Berücksichtigung. Nach Möglichkeit wird bei der Darstellung bereits vorgenommenen sowie geplanten Gesetzesänderungen oder -ergänzungen in die Gesetzesmaterialien Blick geworfen. Anschließend werden die Ergebnisse von durchgeführten Untersuchungen in Form rechtsvergleichenden Analyse zusammengefasst und problembezogen zusammengestellt.

---

<sup>11</sup> Begründung des Regierungsentwurfs – AT, S. 73-74. Die ergänzte Zusammenstellung und Würdigung der in der Entwurfsbegründung und Lehre erhobenen Argumente siehe Kapitel 2.

<sup>12</sup> Begründung des Regierungsentwurfs – AT, S. 73. Rechtsvergleichende Übersicht der ausländischen Squeeze-out-Regelungen siehe Kapitel 3.

Neben den genannten Länder wird auch gelegentlich über die Rechtslage in Österreich, Vereinigten Staaten, Kanada und Australien kurz berichtet bzw. auf Fundstellen verwiesen.

Die Schlussfolgerungen aus der durchgeführten Untersuchung werden vom Verfasser vorliegender Arbeit in einen Vorschlag für die deutsche Regelung umgesetzt. Die Regelung wird dann begründet.

### **1.3. Die Entstehungsgeschichte des WpÜGesetzesentwurfs**

Anders als viele ausländischen,<sup>13</sup> hat jedoch der deutsche Gesetzgeber lange gezögert, von seiner legislatorischen Kompetenz Gebrauch zu machen. Auch der, seitens der Banken und Börsen geförderte<sup>14</sup> freiwillige Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission<sup>15</sup> aus dem Jahre 1995<sup>16</sup>

---

<sup>13</sup> Gesetzlich geregeltes Übernahmerecht haben z.B. Österreich (Übernahmegesetz und Übernahmeverordnung – dazu *Zschocke*, Das neue Übernahmerecht in Österreich im Vergleich zum Übernahmerecht in Frankreich, Belgien und den Niederlanden [in:] Rüdiger von Rosen/Werner G. Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Heusenstamm 1999, S. 77 ff.; *Stockenhuber*, RIW 1999, S. 752 ff.; *Karollus/Geist*, NZG 2000, S. 1145 ff.; *Kalss*, NZG 1999, S. 421 ff.), Schweiz (das Börsengesetz sowie die Verordnungen der Übernahmekommission und der Eidgenössischen Bankenkommission – dazu *Schuster/Rudolf*, Übernahmerecht in der Schweiz [in:] Rüdiger von Rosen/Werner G. Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Heusenstamm 1999, S. 41 ff.; *Tuczka*, Das öffentliche Übernahmeangebot im Kapitalmarkt der Schweiz [in:] *Doralt/Novotny/Schauer* (Hrsg.), Takeover-Recht, Wien 1997, S. 125 ff.; *Borner*, ZSR 1998, S. 263 ff.; *Nobel*, WM 1996, S. 100 ff.), Frankreich (Titel V der Generalverordnung der CMF vom 5.11.1989 und Verordnung Nr. 89-03 – dazu *Nitsch*, Die öffentliche Übernahme in Frankreich [in:] *Doralt/Novotny/Schauer* (Hrsg.), Takeover-Recht, Wien 1997, S. 87 ff.), Polen (Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi – Art. 147 ff.), Italien (Testo Unico della Finanza mit Ausführungsverordnung Regolamento Emmittenti – dazu *DiemerHasselbach*, NZG 2000, S. 824 ff.; *Schmid*, Öffentliche Übernahmeangebote in Italien, AG 1999, S. 402 ff.); Tschechien (Übernahmeregelung eingenommen in das HGB mit dem Gesetz Nr. 142/1996 Sb. Aus dem Jahre 1996 – dazu *Dědič/Bučková*, Übernahmerecht und Meldepflicht in Tschechien, RIW 1999, S. 193).

<sup>14</sup> *Hopt*, FS Zöllner 1998, S. 253 (263).

<sup>15</sup> Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium für Finanzen (BSK).

<sup>16</sup> Abgedruckt in AG 1995, S. 572 ff. sowie ZIP 1995, S. 1467 ff; dazu *Neye*, ZIP 1995, S. 1464 ff.; *Assmann*, AG 1995, S. 563 ff.; *Kallmayer*, AG 1996, S. 169 ff.; ders., ZHR 1997, 435; *Groß*, DB 1996, S. 1909; *Loehr*, WM 1997, S. 1374 ff.; *Thoma*, ZIP 1996, S. 1725; *Beckmann*, Übernahmeangebote in Europa, Münster 1995, S. 70 ff; *Mayer* [in:] *Doralt/Novotny/Schauer* (Hrsg.), Takeover-Recht, Wien 1997, S. 27 ff.; *Holzappel/Reinhard Pöllath*, Unternehmenskauf in Recht und Praxis. Rechtliche und steuerliche Aspekte, 8. Aufl. Köln 1997, S. 160 ff.



(geändert im Jahre 1997 mit der Wirkung zum 1.1.1998<sup>17</sup>) hat keine allgemeine Akzeptanz gefunden,<sup>18</sup> anders als manche ausländischen Selbstregulierungen<sup>19, 20</sup> was am Beispiel des englischen ebenfalls freiwilligen City Code<sup>21</sup> deutlich ist<sup>22, 23</sup>. Die Lage und Bedürfnis ihrer Änderung ist spätestens mit dem spektakulären Mannesmann/Vodafone-Fall auch breiterem Publikum klar geworden.

Schon aber früher (1995) wurde von der SPD ein Vorschlag gesetzlicher Regelung von Übernahmeangeboten angefertigt<sup>24</sup>, und im Juli 1997 von der

---

<sup>17</sup> Geänderte Fassung abgedruckt in AG 1998, S. 133 ff. und NZG 2000, S. 390 ff.; dazu Hopt, FS Zöllner 1998, S. 253 (263); Kallmayer, ZIP 1997, S. 2147; Kirchner/Ehrlicke, AG 1998, S. 105; Wirth/Weiler, DB 1998, S. 117; Schander, NZG 1998, S. 799; Loehr, Der freiwillige Übernahmekodex [in:] Rüdiger von Rosen/Werner G. Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Heusenstamm 1999, S. 149 ff.; Habersack, Europäisches Gesellschaftsrecht, München 1999, Rn. 350.

<sup>18</sup> Bis zum 11. April 2001 haben lediglich 755 börsennotierte Gesellschaften (darunter nur 86 der den DAX-100 bildenden Unternehmen), von insgesamt 1016 auf den Börse gehandelten inländischen Unternehmen (außer Freiverkehr) den freiwilligen Übernahmekodex anerkannt; siehe Begründung des Regierungsentwurfs, AT I 2 (S. 63). Begründung abrufbar unter [www.bundesfinanzministerium.de](http://www.bundesfinanzministerium.de).

<sup>19</sup> Zur Begriffsanalyse der Selbstregulierung, Page, Modern Law Review 3/1986, S. 141 (144).

<sup>20</sup> Zu den Vor- und Nachteilen von Selbstregulierungsmaßnahmen gegenüber einer gesetzlichen Regelung siehe Schander, NZG 1998, S. 799 ff., 806.

<sup>21</sup> Der City Code on Takeovers and Mergers abgedruckt bei Richter, Chancen für eine Übernahmeregelung in Europa. Das künftige Gemeinschaftsrecht im Vergleich mit dem britischen „City Code on Takeovers and Mergers“, Aachen, 1998, S.151 ff. (Fassung vom 16. Dezember 1996). Ausführlich zum englischen City Code Richter, a.a.O. (Fn. ....); Rosskopf, Selbstregulierung von Übernahmeangeboten in Großbritannien, Berlin 1999; Defriez, Takeover Regulation in the United Kingdom [in:] Rüdiger von Rosen/Werner G. Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Heusenstamm 1999, S. 29 ff.; Stern [in:] Doralt/Novotny/Schauer (Hrsg.), Takeover-Recht, Wien 1997, S: 51 ff.; Prentice, Regulation of takeover bids in the United Kingdom [in:] Kreuzer (Hrsg.), Öffentliche Übernahmeangebote, Baden-Baden 1992, S. 133 ff.; Herkenroth, Konzernierungsprozesse im Schnittfeld von Konzernrecht und Übernahmerecht Berlin 1994, S. 256 ff.; Davies/Prentice, Gower's Principles of Modern Company Law, 7<sup>th</sup> ed., London 1997, S. 780 ff.; Morse, Charlesworth & Morse Company Law, 14th ed. London 1991, S. 851 ff.

<sup>22</sup> Der City Code hat sich nämlich an der Londoner Börse durchgesetzt und allgemeine Akzeptanz gefunden und das wegen nicht nur privaten Sanktionsmöglichkeiten; dazu Than, FS Claussen 1997, S. 405 (409).

<sup>23</sup> Neben Großbritannien funktionieren die außergesetzlichen Verhaltensregeln z.B. in den Niederlanden. Dort werden die Wohlverhaltensregeln bei den Unternehmensübernahmen in *Fusiegetragsreg Sociaal*

*Economische Raad* aus dem Jahre 1975 zusammengefasst; dazu siehe Assmann/Bozenhardt [in:] Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote ZGR 1990 (Sonderheft Nr. 9), S. 29f.; Zschocke, Das neue Übernahmerecht in Österreich im Vergleich zum Übernahmerecht in Frankreich, Belgien und den Niederlanden [in:] Rüdiger von Rosen/Werner G. Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Heusenstamm 1999, S. 77 (78); Wymeersch, The regulation of takeover bids in a comparative perspective, Bonn 1993, S. 42-43.

<sup>24</sup> BT-Drucks 13/367 vom 30.1.1995, teilweise abgedruckt in ZIP 1995, S. 332 ff.

SPD-Bundestagfraktion als Gesetzesentwurf<sup>25</sup> dem Parlament vorgelegt.<sup>26</sup> Dieser Entwurf, der weitgehend auf den Gesetzesvorschlag von *Baums*<sup>27</sup> zurückgeht,<sup>28</sup> wurde aber wegen der Wahlkampfzeit in den Hintergrund gerückt und ist letztendlich leider in die politische Debatte der Parteien geraten.<sup>29</sup>

Die neue Bundesregierung rief allerdings im Frühjahr 2000 eine Expertenkommission ein und hat diesem aus den Vertretern der Regierung<sup>30</sup>, Wissenschaft, Wirtschaft und Gewerkschaften zusammengesetzten Körper die Untersuchung der Notwendigkeit einer gesetzlichen Übernahmeregelung anvertraut.<sup>31</sup>

Das Ergebnis der Arbeiten der Expertenkommission wurde in Form von zehn Eckpunkten<sup>32</sup> zusammengefasst, auf die sich die Mitglieder der Kommission am 17. Mai 2000 geeinigt haben. Diese Eckpunkte sollten eine Empfehlung und zugleich Grundlage einer künftigen gesetzlichen Regelung darstellen.

Am 29. Juni wurde von Bundesministerium der Finanzen anhand von Empfehlungen der Expertenkommission ein Diskussionsentwurf<sup>33</sup> des Übernahmegesetzes vorgelegt.

Nachfolgend und unter Berücksichtigung von Vorschlägen und Anregungen die von den betroffenen Kreisen geäußert wurden, wurde am 12.3.2001 ein

---

<sup>25</sup> BT-Drucks 13/8164 vom 2.7.1997 dazu *Schander*, NZG 1998, S. 799 (803); *Hirte/Schander*, Organpflichten bei Unternehmensübernahmen, [in:] Rüdiger von Rosen/Werner G. Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Heusenstamm 1999, S. 341 (362-363).

<sup>26</sup> Siehe *Hopt*, FS Zöllner 1998, S. 253 (267).

<sup>27</sup> *Baums*, ZIP 1997, S. 1310 ff. Danach sollte rechtssystematisch die Aufnahme der Übernahmeregelungen in das Gesetz vom 26.7.1994 - Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) als dessen neuer Abschnitt fünf (neue §§ 31-46 WpHG). Dazu siehe *Schander*, NZG 1998, S. 799 (803). Rechtssystematisch ähnliche Lösung sieht das polnische Gesetz über öffentlichen Wertpapierverkehr (Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi) vom 21.8.1997 (Art. 147 ff.).

<sup>28</sup> *Hopt*, FS Zöllner 1998, S. 253 (267-268).

<sup>29</sup> Vgl. *Hopt*, FS Zöllner 1998, S. 253 (268).

<sup>30</sup> Die Regierung wurde vertreten von den Repräsentanten des Bundesministeriums der Finanzen, sowie des Justizministeriums und Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie siehe Begründung des Regierungsentwurfs, AT I 4 (S. 64).

<sup>31</sup> *Möller/Pötsch*, ZIP 2001, S. 1256 (1257).

<sup>32</sup> Abgedruckt bei *Pötsch/Möller*, WM 2000, Sonderbeilage Nr. 2 zu Heft 31/2000 S. 37 f.

<sup>33</sup> Abgedruckt in NZG 2000, S. 844 ff., Dazu ausführlich *Pötsch/Möller*, WM 2000, Sonderbeilage Nr. 2 zu Heft 31/2000, S. 13 ff.; siehe auch *Riehmer/Schröder*, NZG 2000, S. 820 ff.; *Land/Hasselbach*, DB 2000, S. 1747 ff.

Referentenentwurf vorgelegt.<sup>34</sup> Der Referentenentwurf war am 2. April 2001 Gegenstand einer Anhörung im Bundesministerium der Finanzen. Infolge fruchtbaren Diskussion wurde der Referentenentwurf mit nahezu einhundert Änderungen vervollkommen<sup>35</sup> und als Regierungsentwurf<sup>36</sup> verabschiedet. Wegen des Scheiterns der Dreizehnten Richtlinie, war der deutsche Gesetzgeber nicht an die europarechtlichen Vorgaben gebunden.

## **1.4. Anmerkungen zur Terminologie (Begriffliches)**

### **1.4.1. Allgemeine Bemerkungen**

Schon auf den ersten Blick ist die englischsprachige Herkunft des Begriffs „squeeze-out“<sup>37</sup> nicht zu verkennen. Um präzise zu sein, handelt es sich hierbei nicht um einen Terminus fremdsprachiger Abstammung, sondern um fremden Implantat, der das fachliche „Neuhochdeutsch“-Vokabular bereichert hat.<sup>38</sup> Wortwörtlich wird damit das „Herausquetschen“/„Auspressen“ gemeint. Im Bezug auf den Ausschluss der „entbehrlichen“ Gesellschafterminderheit wird dieser Begriff in Jurisprudenz der Vereinigten Staaten, nicht aber in England gebraucht. In der Fachterminologie des letzteren wird ein derartiges Rechtsinstrument als „*compulsory acquisition of minority*

---

<sup>34</sup> Abrufbar im Internet unter [www.rws-verlag.de](http://www.rws-verlag.de). Dazu *Riehmer/Schröder*, BB 2001 Beilage zum Heft 20/2001; *Liebscher*, ZIP 2001, S. 853; *Pluskat*, DStR 2001, S. 897.

<sup>35</sup> *Möller/Pötsch*, ZIP 2001, S. 1256 (1257).

<sup>36</sup> Abgedruckt bei *Möller/Pötsch*, ZIP 2001, S. 1256 (1262 ff.); auch abrufbar im Internet unter [www.bundesfinanzministerium.de](http://www.bundesfinanzministerium.de).

<sup>37</sup> Die Schreibweise variiert selbst in der amerikanischen Literatur. Neben der in der vorliegenden Arbeit angenommenen Rechtsschreibung ist auch die Schreibweise „squeeze out“ und „squeezeout“ zu finden. Die hier benutzte Schreibweise stimmt auch mit der in *Black's Law Dictionary*, 7th ed., St. Paul, Minn. 1999.

<sup>38</sup> Der Begriff „squeeze-out“ hat sich durchaus nicht nur in der deutschen Fachsprache durchgesetzt. Vielmehr zählt er neuerdings beispielsweise auch zum polnischen Rechtswortschatz. Siehe insbes. Begründung des Gesetzesentwurfs – Handelsgesellschaftengesetzbuch (Uzasadnienie projektu ustawy – prawo spółek handlowych), *Studia Prawnicze* 1999 Nr. 1-2, S. 143 (177). Ähnlich ist der Fall in der Schweiz (vgl. *Schiltknecht* [in:] *Vogt/Watter* (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel 1999, Art. 33 Rn. 1, 4; *Meier-Schatz*, Offenlegung von Beteiligungen/Öffentliche Kaufangebote [in:] *Meier-Schatz* (Hrsg.), Das neue Börsengesetz der Schweiz, Bern-Stuttgart-Wien, 1996, S. 128) in Frankreich (vgl. *Merle*, *Droit commercial. Sociétés commerciales*, 5e éd., Paris 1996, S. 690).

*shareholders*“ bezeichnet,<sup>39</sup> wobei von „*right of offeror*“<sup>40</sup> *to buy out minority shareholders*“<sup>41</sup> die Rede ist. Ähnlich stellen sich die Termini in Australien<sup>42</sup> sowie in Kanada<sup>43</sup> dar, wo über „*compulsory acquisitions*“ und „*Buy-outs*“ gesprochen wird. Die Durchsetzung dieser Termini lässt sich also auf die U.S.-amerikanische Rechtskultur zurückführen.

### 1.4.2. Squeeze-out vs Freeze-out

In der Rechtswissenschaft und Rechtspraxis der Vereinigten Staaten wird neben dem Begriff „Squeeze-out“ ein weiteres benutzt, und zwar der des „Freeze-out“. Beide diese Termini, obgleich verwandt, sollten jedoch nicht vollständig synonymisch verwendet werden.<sup>44</sup> Der Begriff „Freeze-out“ (wörtlich: „Hinausfrieren“) bezieht sich auf die rechtlichen Maßnahmen, die darauf gerichtet werden, die Minderheitsaktionäre (*noncontrolling shareholders*) aus der Gesellschaft zwangsweise hinauszudrängen<sup>45</sup> und dadurch den Status des Alleinaktionärs zu erlangen<sup>46</sup>. Die Durchführung einer Freeze-out-Maßnahme beinhaltet Minderheitenausschluss und zielt auch darauf. Vielfalt von Freeze-out-Techniken berechtigt die Feststellung, dass es sich hierbei um eine Strategie<sup>47</sup> handelt, die manchmal mehrere rechtliche Schritte beinhaltet. Demgegenüber umfasst der Begriff „Squeeze-out“ die Handlungen, die die Aktionäre nicht zwangsweise direkt aus der Gesellschaft ausschließen, die jedoch als Druckmittel eingesetzt werden um die Aktionäre zum „freiwilligen“ Ausscheiden aus der Korporation zu veranlassen und zwar – aus Sicht der Minderheit – aufgrund eingetretener Unattrak-

---

<sup>39</sup> Vgl. u.A. *John H. Farrar/Brenda Hannigan*, *Farrar's Company Law*, 14<sup>th</sup> Ed., London-Edinburgh-Dublin 1998, S. 607.

<sup>40</sup> Man spricht von *buy-out right of the offeror*, weil das englische Recht die Zulässigkeit des Auskaufsrechts von der Abgabe eines Übernahmeangebots abhängt. Dazu siehe unten Punkt 3.4.

<sup>41</sup> Allgemein gebrauchter Obertitel zur sec. 429 C.A. 1985.

<sup>42</sup> Vgl. Sec. 662A ff. *Corporate Law Economic Reform Program Bill (the CLERP Bill)*.

<sup>43</sup> Vgl. *Canada Cooperatives Act*, Part 11 (sec. 174 ff.).

<sup>44</sup> Vgl. *Clark*, *Corporate Law*, Boston-Toronto 1986, S. 500.

<sup>45</sup> Vgl. *Clark*, *Corporate Law*, S. 499.

<sup>46</sup> *Merkt*, *US-Amerikanisches Gesellschaftsrecht*, Heidelberg 1991, S. 578.

<sup>47</sup> *Merkt*, *US-Amerikanisches Gesellschaftsrecht*, S. 577.

tivität des Verbleibens in der Gesellschaft,<sup>48</sup> etwa durch wiederholtes Unterlassen von Dividendenausschüttungen.<sup>49</sup> Squeeze-out bedeutet also rechtliche oder faktische Handlungen, die auf eine mittelbare Weise das Ausscheiden von unerwünschten Minderheit verfolgen. Zugleich werden sie oftmals als treupflichtwidrig angesehen und deswegen für die Rechtsordnung unakzeptabel.<sup>50</sup>

Nach diesem kurzen Exkurs kann man berechtigt die Frage erheben, warum und inwieweit begründet sich der Terminus „Squeeze-out“ für die gesetzliche Regelung des obligatorischen Auskaufsrechts durchgesetzt hat. Die erfolgreiche Durchsetzung dieser Bezeichnung, gegenüber der des Freeze-out zählt heute zu den Tatsachen, was sich aus dem Überblick über relevantes Schrifttum<sup>51</sup> ergibt. Die für die Durchsetzung des Terminus Squeeze-out ausschlaggebende Bedeutung ist der Benutzung dieser Bezeichnung in amtlichen Dokumenten<sup>52</sup> beizumessen.<sup>53</sup> In Anbetracht der obigen Ausführungen zu dem U.S.-amerikanischen Begriffsverständnis, mag die Wahl des Lehnwortes begründeten Zweifel an ihrer Plausibilität bereiten. Da es heute aber bereits vom Sprachgebrauch die Rede sein kann, und der „Squeeze-out“ sich schon in der Fachterminologie eingelebt hat, macht es keinen großen Sinn, den Begriff zu bekämpfen. Es ist nur festzustellen, dass auf dem Grund der deutschen Fachsprache, dem Terminus Squeeze-out eine Bedeutung sui generis, beizumessen ist und dass der Bezug auf die Abstammungssprache und Terminologie nicht zu starr und direkt zu betrachten ist.

Im weiteren ist zu sagen, dass in „Neuhochdeutsch“ beide angesprochene Begriffe austauschbar verwendet werden können.

---

<sup>48</sup> Clark, Corporate Law, S. 500.

<sup>49</sup> Merkt, US-Amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 578.

<sup>50</sup> Siehe Peters, Übertragung von Gesellschaftsvermögen und „Freezeout“ – Konfliktpotential im Minderheitenschutz, BB 1999, 801.

<sup>51</sup> Vom Squeeze-out sprechen insbesondere: Habersack, ZIP 2001, S. 1230; Halm, NZG 2000, S. 1162; Kallmeyer, AG 2000, S. 59; Land/Hasselbach, DB 2000, S. 557; dies. DB 2001, S. 1747; Rühland, NZG 2001, S. 448; Vetter, ZIP 2000, S. 1817; ders. DB 2001, S. 743; Baumann, WM 1999, S. 1968; Schiessl, AG 1999, S. 442 (451 f.) Demgegenüber bedienen sich dem Terminus Freeze-out insbesondere Kossmann, NZG 1999, S. 1198; Peters, BB 1999, S. 801; Drygala, AG 2001, S. 291 (293, 297 f.).

<sup>52</sup> Siehe die Begründung des Regierungsentwurfs, AT, S. 64, 73 ff.; Begründung des Regierungsentwurfs, BT, S. 138, 182 ff.; Begründung des Referentenentwurfs, AT, S. 65, 74 ff.; Begründung des Referentenentwurfs, BT, S. 139, 181 ff.

<sup>53</sup> Außer besonderer Rolle dieses Dokumenten spricht dafür auch die Zusammenstellung von Erscheinungsdaten den in der Fußnote .... erwähnten Beiträgen (Ausn. Drygala, AG 2001, S. 291).

### 1.4.3. Methode oder Ergebnis ?

Diese Feststellung ändert nichts daran, dass sich weiterhin drei verschiedene Fallgruppen unterscheiden lassen.

Diese Fallgruppen sind folgende:

- (1) Ausschluss von Minderheitsaktionären nach der Maßgabe einer expliziten, gesetzlichen Regelung (z.B. künftige §§ 237a-237f AktG);
- (2) Hinausdrängen der Minderheit unter Inanspruchnahme anderer Rechtsinstrumente (etwa übertragende Auflösung nach § 179a AktG);
- (3) Freiwilliges Ausscheiden der Minderheitsgesellschafter infolge der vom Mehrheitsaktionär unternommenen Handlungen, die fortdauerndes Verbleiben in der Gesellschaft unattraktiv oder sogar unzumutbar machen.

Diese Unterscheidung orientiert sich nach dem Kriterium der Methode, während das vorgehabte wirtschaftliche Ergebnis gleich bleibt.

In der bislang erschienenen Literatur wird der Begriff des Squeeze-out, bzw. Freeze-out in unterschiedlicher Bedeutung benutzt. So spricht *Halm* über „Squeeze-out“ heute und morgen,<sup>54</sup> worunter einerseits alle auf Ausschluss von unerwünschten Minderheiten gerichtete Vorgänge (heute), andererseits ein gesetzlich geregeltes Recht des Hauptaktionärs, die Minderheit auszu kaufen (morgen) zu verstehen ist. *Peters*,<sup>55</sup> der von den U.S.-amerikanischen Freeze-out-Techniken ausgeht, zieht die Parallelen zu deutschem Gesellschaftsrecht, indem er die bestehenden Möglichkeiten den auf Minderheitshinausdrängen gerichteten Vorgängen unter Berücksichtigung der höchstrichterlichen Rechtsprechung diskutiert. *Habersack*<sup>56</sup>, *Vetter*<sup>57</sup>,

---

<sup>54</sup> *Halm*, NZG 2000, S. 1162.

<sup>55</sup> *Peters*, BB 1999, S. 801.

<sup>56</sup> *Habersack*, ZIP 2001, S. 1230.

<sup>57</sup> *Vetter*, ZIP 2000, S. 1817.

und *Rühland*<sup>58</sup> sprechen in ihrer Stellungnahmen über Squeeze-out-Einführung oder über ein für Deutschland neues Rechtsinstitut. In gleichem Sinne „vermisst“ den Squeeze-out *Kallmayer*<sup>59</sup>. Eine Unterscheidung zwischen gesetzlichen und faktischen Freeze-out zieht *Kossmann*<sup>60</sup>.

Dieser Überblick erlaubt die Feststellung, dass die Mehrheit von Autoren<sup>61</sup> bei Anwendung des Squeeze-out- bzw. Freeze-out-Begriffs inhaltlich an die *Methode/Ablauf* anknüpft, während die für die Minderheit<sup>62</sup> das *Ergebnis* begrifflich konstitutiv sei.

Die letzte Variante entspricht auch mehr dem amerikanischen Sprachgebrauch.

Um diese beide Verstehensweisen auszusöhnen, kann zwischen dem Squeeze-out im engeren und im weiteren Sinne differenziert werden.

Danach sollte der Squeeze-out i.e.S., (oder das gesetzliche Squeeze-out) den Ausschluss der Minderheit anhand von gesetzlicher Regelung (künftige §§ 237a-237f AktG). Begriffsbestimmend sind hohe (ab 90%) Beteiligungsschwelle, Abfindung und Abstraktheit vom sachlichen Grund.

Demgegenüber umfasst Squeeze-out i.w.S. aller rechtlichen Maßnahmen und Vorgänge, deren Durchführung das Hinausdrängen der Aktionärsminorität beinhaltet.<sup>63</sup>

Die Druckmittel, die auf das Ausscheiden der Aktionäre gerichtet sind, so dass sie zum verlassen der Gesellschaft „überzeugt“ werden können unter dem Begriff faktisches Squeeze-out zusammengefasst werden.

Mit dieser Einordnung haben alle, am Anfang des laufenden Unterkapitels unterschieden Fallgruppen die Etiketete bekommen.

Um welches Verständnis es sich im Einzelfall handelt, wird in der Regel auch nach dem Kontext zu ermitteln sein.

---

<sup>58</sup> *Rühland*, NZG 2001, S. 448.

<sup>59</sup> *Kallmayer*, AG 2000, S. 59.

<sup>60</sup> *Kossmann*, NZG 1999, S. 1198.

<sup>61</sup> *Habersack, Kallmayer, Rühland, Vetter*. Ähnlich *Kossmann*, der den auf das Ergebnis abstellenden Freeze-out-Begriff mit der Bezeichnung *faktisch(es) Freezout-Instrumentarium*) verseht, *Kossmann*, NZG 1999, S. 1198 (1200).

<sup>62</sup> *Halm, Peters*.

<sup>63</sup> So wird heute die übertragende Auflösung nach § 179a AktG in Anlehnung an den dem amerikanischen Recht bekannten Vorgang als Sale-of asset Freeze-out bezeichnet; siehe *Santelmann*, Gutachten zum Squeeze Out de lege lata und de lege ferenda veröffentlicht im Internet unter: <http://www.msantelmann.de/deutsch/neues/start.html> .

#### 1.4.4. Rechtssprache und Gesetzessprache

In der Rechtssprache wurden neben den oben behandelten Lehnwörter auch die Termini: der Auskauf (einer kleinen Minderheit<sup>64</sup>/von Restbeteiligungen<sup>65</sup>) sowie netter und mehr poetisch wiederum fremdsprachige „Final Handshake“<sup>66</sup> oder „Farewell“-Regelung<sup>67</sup>.

Der Entwurfsgeber in Person der Bundesregierung hat allerdings von diesem kreativen Schaffen keinen Gebrauch gemacht und den geplanten vierten Teil des Dritten Teils des Dritten Buches mit der Überschrift „Ausschluss von Minderheitsaktionären“ versehen (Artikel 7 des Regierungsentwurfs).

Dabei hat man auch dem Vorschlag des Handelsausschusses des Deutschen Anwaltsvereins e.V. nicht gefolgt, der die Überschrift „Aktienwerb durch den Hauptaktionär“ in seinem Gesetzesprojekt gewählt hat.<sup>68</sup>

---

<sup>64</sup> *Forum Europaeum Konzernrecht/Hopt*, ZGR 1998, S. 672 (732 ff.); *Seibert* [in:] *K. Schmidt/Riegger*, Gesellschaftsrecht 1999 RWS-Forum, Köln 2000, S. 323 (331).

<sup>65</sup> *Baums*, Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung [in:] *Rüdiger von Rosen/Werner G. Seifert*, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Heusenstamm 1999, S. 165 (181).

<sup>66</sup> *Drygala*, AG 2001, S. 291 (293).

<sup>67</sup> *Seibert*, a.a.O. (Fn. ....).

<sup>68</sup> Siehe Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltsvereins e.V. zur Ergänzung des Aktiengesetzes durch einen Titel „Aktienwerb durch den Hauptaktionär“, abgedruckt in NZG 1999, 850 ff., im Internet unter [www.anwaltsverein.de/03/05/index.html](http://www.anwaltsverein.de/03/05/index.html).



## 2. KAPITEL

# Wirtschaftliche und wirtschaftspolitische Begründung der Squeeze-out-Einführung

### 2.1. Einleitung

Die Initiative des Gesetzgebers, und die nacheinander vorgelegten Entwürfe des WpÜG (Diskussions-, Referenten- Regierungsentwurf ) würden fast allgemein<sup>69</sup> von den Kreisen der betroffenen Teilnehmern des Wirtschaftslebens und den Fachleuten begrüßt.<sup>70</sup>

Auch das gesetzgeberische Vorhaben, das Aktiengesetzes um §§ 327a-327f zu ergänzen und damit dem Mehrheitsaktionär das Hinausdrängen der verbleibenden Restminderheit zu ermöglichen, würde von den interessierten

---

<sup>69</sup> Sehr Kritisch im Hinblick auf konkrete Ausgestaltung Übernahmegesetz: Gemeinsame Stellungnahme von BVI/DSW/SdK zur konkreten Entwicklung (BVI Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften e.V./ Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. /Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre e.V.) im Internet unter: [http://www.dsw-info.de/dsw\\_presse\\_tpl.php?DARTID=50&Downloadversion](http://www.dsw-info.de/dsw_presse_tpl.php?DARTID=50&Downloadversion) unter <http://www.bvi.de/downloads/CORE-4WQHH7pm140501.pdf> .

<sup>70</sup> Stellungnahme des Bundesverband der Deutschen Industrie, Deutschen Industrie- und Handelstages und Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände zum Referentenentwurf für das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – WÜG (30 März 2001) im Internet unter: <http://www.bdi-online.de> ; Stellungnahme des Finanzplatz e.V. zum Entwurf eines Übernahmegesetzes (20 Juli 2000) im Internet unter: [www.finanzplatz.de](http://www.finanzplatz.de) ; Stellungnahme des Finanzplatz e.V. zum Referentenentwurf des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes WÜG (26 März 2001) im Internet unter: [www.finanzplatz.de](http://www.finanzplatz.de) ; Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts zum Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von Unternehmensübernahmen (Frankfurt am Main, den 21 Juli 2000) im Internet unter: [www.dai.de](http://www.dai.de) ; Stellungnahme und Presserklärungen der Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre (SDK) im Internet unter: <http://sdk.softbox.de/aktuell.php?id=107> , <http://sdk.softbox.de/aktuell.php?id=126> , <http://sdk.softbox.de/aktuell.php?id=129> .

Kreisen überwiegend begrüßt.<sup>71</sup> Vielmehr wird durch die Regelung des Artikels 7 WpÜG-E den bereits zuvor von Seite der Wirtschaft<sup>72</sup> und der Rechtswissenschaft<sup>73</sup> erhobenen Forderungen Rechnung getragen.

Um für den gesetzgeberischen Eingriff begründet plädieren zu dürfen, muss aber zuvor nachgewiesen werden, dass für die Ermöglichung des Hinausdrängens von verbleibenden Minderheitsaktionären sachliche Argumente bestehen. Eine entsprechende Analyse wird also nachfolgend durchgeführt.

## **2.2. Zur Systematik**

Nach anfänglicher Konzeption des Verfassers sollten die Vorteile, bzw. angeblichen Vorteile der Squeeze-out-Einführung in zwei Gruppen dargestellt, d.h. als mikro- oder makroökonomischer Art eingestuft und entsprechend dieser Qualifizierung erläutert werden. Diese Kategorisierung wurde allerdings aufgegeben. Schon ganz abgesehen davon, dass die Verstärkung von einzelnen Unternehmen, die durch Reduktion der wirtschaftlich ungerechtfertigten Kosten erfolgt, natürlich der gesamten Wirtschaft zugute kommt, hängt die Entscheidung des Verfassers damit zusammen, dass manche Auswirkungen sich nicht ganz eindeutig einstufen lassen. Darüber hinaus lassen sich manche den genannten Motiven keiner der gegenübergestellten Gruppen zuordnen (z.B. Förderung des Gleichbehandlungsgrundsatzes).

Diese nachfolgend dargestellten Vorteile, bzw. angeblichen Vorteile werden also im Folgenden nach ihrer spezifischen Art unterschieden, besprochen,

---

<sup>71</sup> Siehe insbesondere Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltsvereins e.V. zur Ergänzung des Aktiengesetzes durch einen Titel „Aktienerwerb durch den Hauptaktionär“, abgedruckt in NZG 1999, 850 ff., im Internet unter [www.anwaltsverein.de/03/05/index.html](http://www.anwaltsverein.de/03/05/index.html).

<sup>72</sup> Siehe Begründung des Regierungsentwurfs – AT (abrufbar unter [www.bundesfinanzministerium.de](http://www.bundesfinanzministerium.de)), S. 73. Nachweise in der Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltsvereins e.V. zur Ergänzung des Aktiengesetzes durch einen Titel „Aktienerwerb durch den Hauptaktionär“, a.a.O. (Fn. ..). Siehe auch Empfehlungen der Expertenkommission „Unternehmensübernahmen“ (vom 17. Mai 2000) – Eckpunkte eines künftigen Übernahmegesetzes, abgedruckt in WM Sonderbeilage Nr. 2 zu Heft 31/2000, 37 (38).

<sup>73</sup> Vgl. Vorschläge für europarechtliche Regelung im Rahmen der Konzernrichtlinie: *Forum Europaeum Konzernrecht/Hopt*, Konzernrecht für Europa, ZGR 1998, 672 (732 ff.); siehe auch *Hopt*, ZHR 1997, 368 (390); *Kossmann*, NZG 1999, 1198, 1203.

auf Plausibilität geprüft und mit Stellungnahme versehen. Die Schärfe der systematischen Gliederung hat dabei der Übersichtlichkeit Platz geräumt.

### **2.3. „Fixe“ Verwaltungs- und Organisationskosten**

Alle Aktionäre sind Kapitalgeber für die Gesellschaft. Aus dem Gesichtspunkt des sich im Wege einer Aktienaussgabe finanzierenden Emittenten finden die Kosten der Kapitalbeschaffung durch Aktienemission allerdings den Ausdruck nicht nur durch einmaligen Aufwand bei der Aktienaussgabe, sondern bedeuten auch ständige Beachtung aktienrechtlichen Organisationsregeln<sup>74</sup>. Die Verwaltungskosten bleiben dabei weitgehend außer Verhältnis zu der Zahl der Aktionäre (~ Fixkosten).<sup>75</sup> Diese Kosten umfassen hauptsächlich Einberufung und Abhaltung von Hauptversammlungen<sup>76</sup>, Führung des Aktienbuches, Dividendenausschüttungen und Ermöglichung der Inanspruchnahme der Informationsrechte der Aktionäre (§ 131 AktG). Die Zusammenstellung von der durch die Minderheit eingebrachten Kapitalhöhe und des Formalaufwands zeigt klar, das es wirtschaftlich für die Gesellschaft wenig Sinn macht, den Kapital der Minderheit weiterhin in Anspruch zu nehmen. Der Hauptaktionär, (der die Erfolge und Misserfolge der Gesellschaft am deutlichsten spürt), ist in diesem Falle der billigere Eigenkapitalgeber. Dieser Argument kann nur soweit angegriffen werden, als es sich um Wertungen handelt. Denn für die Gesellschaft ist es ohne Zweifel günstiger, das billigere Kapital in Anspruch zu nehmen. Fragezeichen mag lediglich darüber schweben, ob das Interesse der Gesellschaft dem Interesse der Minderheitsaktionäre entgegengesetzt werden darf. Sobald der Minderheit ausreichender Schutz ihrer Vermögensposition gewährleistet wird, ist diese

---

<sup>74</sup> Vgl. Begründung des Referentenentwurfs – Allgemeiner Teil, S. 75; ebenso Begründung des Regierungsentwurfs – AT, S. 73.

<sup>75</sup> Baums, Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung [in:] Rüdiger von Rosen/Werner G. Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Heusenstamm 1999, S. 165 (182).

<sup>76</sup> Das bestätigt auch Mannesmann-Sprecher, indem er erklärt hat, dass der Aufwand für die Hauptversammlung im Großen und Ganzen dem vor der Fusion mit Vodafone entspräche, weil man nicht wisse, ob auf der Hauptversammlung 200 oder 2000 Aktionäre erscheinen. (nach *Kuhr*, Rausgedrängt, Süddeutsche Zeitung vom 17.08.2001, S. 19); siehe auch *von Rosen*, Squeeze-Out – Chance für den Aktienmarkt, Die Welt vom 30 April 2001.

Frage nur rechtspolitischer Natur, während die mikroökonomischen Gesichtspunkte eindeutig für Hinausdrängen der Splitterminderheit sprechen.

#### **2.4. „Fixe“ Kosten des Minderheits- und Anlegerschutzes – Beachtung formeller Pflichten der Verwaltung**

Über das oben gesagte (2.3.) hinaus, besteht für die Verwaltung eine Obliegenheit, in den gesetzlich vorgesehenen Fällen besonderen Aufwand vorzunehmen, um den Berichterstattungs- oder Erläuterungspflichten nachzukommen. Dies ist der Fall, wenn die Hauptversammlung über strukturändernde Fragen zu beschließen oder den Eingriff in die Aktionärsrechte (z.B. Bezugsrechtsausschluss - § 186 Abs. 3 AktG) zu billigen hat. In allen diesen Fällen ist die Belastung des Vorstands mit der Pflicht, die Träger der Entscheidungskompetenz (sprich sämtliche Aktionäre) im Vorfeld und beim Entscheidungstreffen ordnungsgemäß zu informieren von vornherein zum großen Teil überflüssig. Denn selbst in den Fällen, dass die außenstehenden Minderheitsaktionäre von ihrem Stimmrecht überhaupt Gebrauch machen, ist ihre Stellung (Abstimmung) während der Hauptversammlung für das Zustandekommen und den Inhalt des Beschlusses überhaupt nicht kausal. Vielmehr verfügt der Hauptaktionär über ausreichende Stimmenmehrheit, um beliebige Beschlüsse während der Hauptversammlung durchzusetzen. Dem kann entgegengehalten werden, dass trotz mangelnden Kausalität im Hinblick auf Stimmverhältnisse, durch Erfüllung der Aufklärungspflichten Schutz der Minderheitsinteressen sowie nachträgliche gerichtliche Nachprüfung der Rechtmäßigkeit der vorgenommenen Maßnahme gewährleistet oder zumindest ermöglicht wird. Das trifft allerdings nur teilweise zu. Denn selbst, wenn die Maßnahme von dem Gesichtspunkt der Legalität nicht zu beanstanden ist, wobei nochmals hervorzuheben ist, dass das Nachkommen der formellen Obliegenheiten die Rechtmäßigkeit der Maßnahme ergreifbar und gerichtlich überprüfbar macht, haben die angesprochenen Pflichten – selbstverständlich und unabdingbar - im vollen Umfang Bestand. Anders kann ja aber auch nicht sein, was aber nichts daran ändert, dass diese Kosten

ebenfalls unverhältnismäßig sind und zwar einerseits im Hinblick auf die Nützlichkeit des von den Minderheitsgesellschaften eingebrachten Kapitals für die Gesellschaft und andererseits, im Hinblick auf den Schaden, der auf Seite der splitterbeteiligten Aktionären steht (Falls die Maßnahme sich illegal erwiesen hat) verglichen mit dem Schaden auf Seite der Gesellschaft (wenn die Maßnahme doch rechtmäßig war).

Außer „qualifizierten“ Informationen, die den Aktionären in Verbindung mit der Fassung bestimmter gewichtigen Beschlüsse zu erteilen sind, trifft die Verwaltung auch die Pflicht, in den im Gesetz vorgesehenen Fällen die Informationen bekannt zu machen, die für Bewertung der Aktien von Bedeutung sind (bei börsennotierter Gesellschaften – Stichwort: Anleger-schutz). Großangelegte Publizitätspflichten sind nicht nur mit erheblichem Aufwand verbunden, sondern auch die Lage und Angelegenheiten der Gesellschaft etwa für die Wettbewerber überschaubar machen, was unter Umständen ihrer Interessen zuwiderlaufen kann. Zu erwähnen ist hier insbesondere die für öffentlich gehandelte Gesellschaften in § 15 WpHG vorgeschriebene ad hoc Publizität. Für diesen Fall soll aber nicht übersehen werden, dass man sich der Publizitätslast schon dadurch entledigen kann, dass man den Status der börsennotierten Gesellschaft aufgibt (delisting) und nicht notwendig das Hinausdrängen sämtlichen außenstehenden Aktionäre betreibt.

## ***2.5. Pauschalisierte konkrete Lästigkeit des Vorhandeneins außenstehender Minderheit***

In der Rechtswissenschaft hat man besonders in der letzten Zeit viel Aufmerksamkeit dem Problem der sogenannten „räuberischen“ Aktionären gewidmet, die Anfechtungsklage missbräuchlich einsetzen, um sich in der Regel Sondervorteile seitens der Gesellschaft oder des Mehrheitsaktionärs

zu gewähren zu lassen.<sup>77</sup> Dieser Umstand neigt auch zu Überlegungen und ruft die Diskussion hervor, inwieweit das geltende Anfechtungsrecht der Effizienzanforderungen standhält.<sup>78</sup> Die Tatsache, dass von der Anfechtungsklage nicht selten missbräuchlich Gebrauch gemacht wird, wird als Argument für eine gesetzlichen Squeeze-out-Einführung angeführt.<sup>79</sup> Dies wurde auch in der Begründung des Regierungsentwurfs zum Ausdruck gebracht.<sup>80</sup> Dieser Argument vermag zu überzeugen. Dabei ist anzumerken, dass dies im Ansatz dem Ausschluss aus wichtigem Grund (Missbrauch des Anfechtungsrechts) nahe liegt. Missbrauch der Anfechtungsklage ist allerdings als wichtiger Grund nicht immer ergreifbar und nachweisbar.

Eingehend betrachtet, endet jedoch das Problem nicht auf krassem Missbrauch der Anfechtungsbefugnis. Den der Sache nach, kann es im Anfechtungsfall nur zwei Lösungsmöglichkeiten geben: entweder ist die Klage (ganz oder teilweise) begründet oder nicht. Der Normalfall der missbräuchlichen Anfechtungsklage ist ein Unterfall der ersten Kategorie. Aber auch, wenn die Klage begründet ist, kann die Frage erhoben werden, ob und inwieweit selbst die begründete Rechtswahrnehmung Befürwortung verdient. Es geht nämlich in allen Fällen um die Kontrolle der Rechtmäßigkeit der ergreifenden Maßnahmen. In der Regel wird von dem gewissenhaften Kläger beabsichtigt, die Schädigung der Interessen der Minderheitsgesellschafter zu verhindern. Ohne es zu verneinen, dass Rechtsordnung und Minderheitsrechte an sich schutzwürdig und schutzbedürftig sind, kann man nur sagen, dass man sich im Anfechtungsprozess über die Begründetheit der Klage am Ende erst klar ist, während bereits von Anfang an in den meisten Fällen darüber Klarheit herrscht, dass die Einbuße auf Seite der Gesellschaft größer sein wird, als die Last des abgewehrten Unrechts für die Minderheit (siehe auch oben, 2.4.). Denn insgesamt ist die Dimension der Schädigung

---

<sup>77</sup> *Bayer*, Aktionärsklagen de lege lata und de lege ferenda, NJW 2000 Nr. 36 – Sonderdruck, S. 2609; ders. Die Kontrollfunktion der Aktienrechtlichen Anfechtungsklage – Rechtsdogmatische Grundlegung [in:] Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 1999, Köln 2000, S. ...; *Bison*, Missbrauch der Anfechtungsklage durch den Aktionär, Frankfurt am Main-Berlin-Bern-New York-Paris-Wien 1997. Mit diesem Problem hat man sich auch am 63. Juristentag 2000 auseinandergesetzt.

<sup>78</sup> Siehe Fn. ...oben....

<sup>79</sup> Siehe insbesondere Stellungnahme des DAV, NZG 1999, S. 850; *von Rosen*, Squeeze-Out – Chance für den Aktienmarkt, Die Welt vom 30 April 2001.

<sup>80</sup> Begründung des Regierungsentwurfs – AT, S. 74.

quantitativ umso geringer, je kleiner ist die auf die außenstehenden Aktionäre zufallende Beteiligung. Gesamtwirtschaftlich kann es bedeuten, dass die Kosten der Rechtsverfolgung höher angesetzt werden, als der in Aussicht stehende Gewinn. „Aufrechnung“ dieser Kosten wird allerdings dadurch erschwert, dass die Träger von den hier gegenübergestellten Kosten (zumindest direkt) nicht identisch sind. Sicher darf die Minderheit nicht schutzlos bleiben. Ob sie aber überhaupt bleiben muss, ist wiederum Gegenstand einer rechtspolitischen Entscheidung. Pauschal kann die wirtschaftliche Lästigkeit des Vorhandenseins einer unwesentlichen Minderheit im Hinblick auf Anfechtungsrecht bejaht werden. Diese Lästigkeit wird auch von den Gesetzgeber pauschalisiert. Sicher ist weiterhin, dass das Hinausdrängen der Minderheit *geeignet* ist, dieses Problem effektiv zu lösen. Weniger Sicherheit kann man aber der Behauptung entgegenbringen, dass diese radikale Maßnahme dem Prinzip der *Erforderlichkeit* genug tut.<sup>81</sup> Hier kommt auch wesentlich auf die Abwägung der Interessen an, die in der gesetzlichen Festsetzung des Grenzwertes, der zum Squeeze-out berechtigt zum Ausdruck gebracht wird.

## **2.6. Umstrukturierung**

Als bedeutender Unterfall des obengenannten Problems ist der erhöhte Konfliktpotential bei der Ergreifung strukturändernden Maßnahmen. Die schwerwiegenden Entscheidungen, welche die Umstrukturierung zur Folge haben, gehören laut der Holz Müller-Doktrin<sup>82</sup> zur Kompetenz der Hauptversammlung (Zustimmungsvorbehalt). Abgesehen von gewisser Lästigkeit der Pflicht des Vorstands, einen schriftlichen Bericht über die durchzuführende Maßnahme zu erstatten und gegebenenfalls mündliche Erläuterungen zu erteilen<sup>83</sup> ist nicht zu übersehen, dass auch in diesen Fällen, wenn der Mehr-

---

<sup>81</sup> Vgl. *Habersack*, ZIP 2001, S. 1630 (1633 f.), der die geplante Squeeze-out-Einführung vor dem Hintergrund u.A. der Auseinandersetzung über Reform des Anfechtungsrechts diskutiert.

<sup>82</sup> BGHZ 83, 122 = NJW 1982, 1703 ff. (Holz Müller).

<sup>83</sup> Vgl. *Vetter*, ZIP 2000, S. 1817.

heitsaktionär weit über die zur Beschlussfassung notwendige  $\frac{3}{4}$  Mehrheit verfügt, derartige Zustimmungsbeschluss den Anfechtungsklagen ausgesetzt ist.<sup>84</sup> Dies gefährdet die rasche und reibungslose Durchführung vorgehabter Umstrukturierung.<sup>85</sup> Kommt es also zur Anfechtung des Zustimmungsbeschlusses, so sieht sich der Vorstand vor der Wahl gestellt, entweder die Überwindung der Sperrwirkung der Anfechtungsklage im Freigabeverfahren nach §16 Abs. 3 UmwG anzustreben und die Maßnahme – auch wenn verzögert – durchzuführen oder es bis zur rechtskräftiger Erledigung der Streitfrage zu unterlassen. Die Wahl der ersten Variante kann allerdings im Falle des Unterliegens im Anfechtungsprozess die persönliche Haftung der Verwaltung mit sich bringen (Regress der Gesellschaft)<sup>86</sup>, was sich auf diese Weise auf das Handeln des Vorstands auswirken kann, dass die Verwaltung doch eher dazu geneigt sein wird, die Maßnahme zeitlich zu verschieben und zwar mit üblicherweise enormen negativen Konsequenzen für die Gesellschaft.

## **2.7. Konzern**

Die Behaltung von Splitterminderheit mag besonders unpraktikabel sein, wenn die betroffene Gesellschaft in einem Konzern einbezogen ist und zwar als Tochterunternehmen.<sup>87</sup> Zwar kann der Mehrheitsaktionär im Falle, wenn nur eine Splitterminderheit vorhanden ist, nicht nur satzungsändernde Maßnahmen ergreifen, sondern tatsächlich auf die Besetzung der Organe Einfluss nehmen und dadurch die Angelegenheiten der abhängigen Gesellschaft steuern, sein Handlungsspielraum ist jedoch nicht schrankenlos. Es greifen hier nämlich die konzernrechtlichen Schutzbestimmungen, die aufgrund möglicherweise kollidierenden Interessen die Berücksichtigung von Interessen der außenstehenden Minderheit anordnen. Dies beschränkt selbstverständlich die Flexibilität innerhalb des Konzerns. Der Handlungsspielraum

---

<sup>84</sup> Begründung des Regierungsentwurfs – AT, S. 74.

<sup>85</sup> Vetter, DB 2001, S. 743.

<sup>86</sup> Vetter, ZIP 2000, S. 1817 (1818); ders. DB 2001, S. 1817.

<sup>87</sup> Vgl. *Forum Europaeum Konzernrecht/Hopt*, ZGR 1998, S. 672 (732-733).



wird wesentlich größer sein, wenn nicht mehr Interessen der Minderheit, sondern lediglich die Interessen der Gläubiger der Tochter in Rücksicht zu nehmen werden.<sup>88</sup>

## **2.8. Senkung von Agency costs**

Im amerikanischen Schrifttum wurde darauf hingewiesen, dass das Hinausdrängen von außenstehenden Minderheitsaktionären zur Ersparnissen von *Agency costs* führen kann.<sup>89</sup> Durch das Prinzip der Drittorganschaft, das im Kapitalgesellschaftsrecht gilt, kommt es oftmals zur Abtrennung von Eigentum (*ownership*) und Kontrolle (*control*).<sup>90</sup> Das ist deswegen problematisch, weil die Träger des wirtschaftlichen Risiko (*shareholders*) weitgehend von *decision-making-process* ferngehalten bleiben. Das bereitet ein neue Interessendivergenz und möglichen Konfliktpotenzial. Diesem Problem kann grundsätzlich zweierlei begegnet werden. Entweder nimmt man die Ursache der möglichen Interessendivergenz aufs Kern oder schiebt man den unfairen Handlungen, die auf dieser Divergenz beruhen einen Riegel.<sup>91</sup> Gemäß dieser Unterscheidung werden jetzt beide Aspekte verdeutlicht.

### **2.8.1. Gesteigerter Anreiz zur Optimierung der Managementleistungen (*improvement in incentives*)**

---

<sup>88</sup> Vgl. Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltsvereins e.V. zur Ergänzung des Aktiengesetzes durch einen Titel „Aktienerwerb durch den Hauptaktionär“, NZG 1999, S. 850.; *Farrar/Hannigan*, *Farrar's Company Law*, 14<sup>th</sup> Ed., London-Edinburgh-Dublin 1998, S. 607.

<sup>89</sup> Vgl. *Clark*, *Corporate Law*, Boston-Toronto 1986, S. 510.

<sup>90</sup> *Herkenroth*, *Konzernierungsprozesse im Schnittfeld von Konzernrecht und Übernahmerecht* Berlin 1994, S. 308.

<sup>91</sup> *Herkenroth*, a.a.O. (Fn. ....), S. 309-314 unterscheidet und bespricht eingehend interne und externe Kontrollmechanismen. Im Hinblick auf Ziel dieser Arbeit ist aber die hier angenommene Differenzierung ausreichend und zweckmäßig. Das entspricht auch der von *Clark* angenommenen Zweiteilung, vgl. *Clark*, *Corporate Law*, Boston-Toronto 1986, S. 510 f.

Das Problem der Gegenüberstellung von Interessen wird reduziert, wenn sämtliche Aktien in einer Hand gehalten werden. Dadurch entfällt nämlich der angesprochene Antagonismus von Anteilseigenschaft (*ownership*) und Kontrolle (*control*), weil die personelle Identität weitgehend hergestellt wird.<sup>92</sup> Management und Shareholder wird nämlich üblicherweise (mindestens zum Teil) die gleiche Person sein, da der Alleinaktionär nicht selten den Vorstand bildet. Infolgedessen steigt das Interesse an Maximalisierung des Gewinnes, weil die Verwaltung für sich selbst arbeitet.<sup>93</sup> Dieser Gedanke, vermag aber nicht zu Überzeugen, wenn er als Begründung des Squeeze-out in der im §§ 327a-327f AktG-E vorgesehenen Form vorgetragen wird. Denn die hinauszudrängende, kleinste Minderheit sowieso nur geringen Einfluss auf die Besetzung von Vorstandssesseln hat, so dass der Hauptaktionär nicht weniger als der Alleinaktionär selber als Vorstand tätig sein kann. Die positiven oder negativen Folgen seiner wirtschaftlichen Entscheidungen werden ohnehin wegen erheblichen Beteiligung des Mehrheitsgesellschafters am Kapital der Gesellschaft von diesem hauptsächlich getragen. Die Steigerung der Motivation wegen unwesentlich gestiegener Anteilhabe an den erwirtschafteten Güter wird also kaum spürbar. Davon ist aber streng die konzerninterne Politik zu unterscheiden. Wo nämlich im Konzern die Gewinne generiert werden, ist für Konzernrecht und seine Schutzfunktion relevant. Denn im Konzern werden oftmals miserable oder keine Gewinne an gewissen Konzernstufen nicht wegen mangelnden Motivation, sondern wegen bestimmten Konzernpolitik generiert. Dieser Aspekt im Hinblick auf die Squeeze-out-Einführung wurde aber bereits oben, unter Punkt 2.7. erläutert. Darüber hinaus gibt es auch andere Möglichkeiten, die Interessen des Managements an Effizienzsteigerung zu erwecken. Dazu zählt insbesondere leistungsabhängiger Vergütungssystem, insbesondere das sogenannte Stock Option Plan, wonach die Verwalter einen erheblichen Teil der Vergütung in Form von Aktien des Unternehmens erhalten.<sup>94</sup>

---

<sup>92</sup> Vgl. *Merkt*, US-Amerikanisches Gesellschaftsrecht, Heidelberg 1991, S. 583.

<sup>93</sup> *Clark*, Corporate Law, S. 510; *Merkt*, a.a.O. (Fn. ....), S. 583.

<sup>94</sup> *Herkenroth*, a.a.O. (Fn. ....), S. 309.

### **2.8.2. Herabsetzung der Kontrollkosten (*Reduction in monitoring costs*)**

Die Einstellung professioneller anteilseignerfremder Manager kostet nicht nur deren Gehalt, sondern auch die Einschaltung von Überwachungsmaßnahmen. Wenn aber auch die Verwaltung dem Hauptaktionär nahe oder sogar mit ihm identisch ist, begründet es noch kein Vertrauen seitens der außenstehenden Minderheit. So ist die Kontrolle (*monitoring*) unverzichtbar. Unter *monitoring costs* fallen außer dem formalen Aufwand (siehe oben unter Punkt 2.3.) auch die Kosten den Anfechtungsprozesse und anderen Kosten der Rechtswahrnehmung durch die Gesellschafter (Kosten der Rechtsberatung, und Prozessvertretung).<sup>95</sup> Die Herabsetzung derartigen Kosten bedeutet einen volkswirtschaftlichen Vorteil. Dieser Vorteil ist in unmittelbar nicht auf der Ebene der jeweiligen Gesellschaft zu spüren, denn die Träger der hier besprochenen Kosten (bis zum Klageerfolg) die außenstehenden Aktionäre sind. Im Bezug auf Einzelheiten wird auf Punkt 2.4 und 2.5. verwiesen.

### **2.9. Ermutigung zu den Unternehmensübernahmen insbesondere zu den hostile Takeovers**

Die oben dargestellten Vorteile, die der Erwerb der sich im Streubesitz befindenden Aktien und infolgedessen das Erlangen der Alleinaktionärsstelle auf der Unternehmensebene in Aussicht stellt, trägt natürlicherweise dazu bei, dass die Möglichkeit des Erwerbs sämtlicher Aktien der Zielgesellschaft für den potenziellen Bieter von großer Bedeutung sein wird. Eine gesetzliche Möglichkeit, die außenstehende Restminderheit auszukaufen vermag also zu demjenigen Faktor zu werden, der ganz wesentlich die Entscheidung beeinflusst, ob der Übernahmever such überhaupt eingeleitet wird, d.h. in der Regel ob ein Übernahmeangebot unterbreitet wird. Noch anders gesagt: die Möglichkeit des Zwangsauskaufs derjenigen Aktionäre, die das

---

<sup>95</sup> Vgl. Clark, 511; Merkt, a.a.O. (Fn. ....), S. 583.

(eventuelle) Übernahmeangebot freiwillig nicht angenommen haben, stellt eine erhebliche Ermutigung zur Unternehmung von Übernahmeversuchen dar. Es werden nämlich auch diejenigen potentiellen Akteure zum Übernahmenspiel herangelockt, die ausschließlich an Erreichung 100%-Beteiligung interessiert sind.<sup>96</sup> Laut den wirtschaftlichen Analysen sind die Folgen und Auswirkungen der feindlichen Übernahmen insgesamt positiv zu würdigen.<sup>97</sup> Ohne auf die Einzelheiten einzugehen ist an dieser Stelle nur zu erwähnen, dass die feindlichen Übernahmen zur effektiveren Allokation von den Kapitalmitteln und Produktionspotenzial führen.<sup>98</sup> Das den feindlichen Übernahmen freundliche Klima, fördert zugleich die Entwicklung des Kapitalmarktes, denn die Übernahmeangebote geben den Spielraum für imposante Kursentwicklungen, was wiederum die Anleger zur Börse anzieht.<sup>99</sup>

## **2.10. Die unausfindigen Aktionäre**

In der Praxis denkbar ist weiterhin die Situation, in der die vollständige Übernahme der Gesellschaft alleine aus diesem Grund nicht zu erfolgen vermag, weil manche Aktionäre sich dessen nicht bewusst sind, im Aktienbesitz zu sein.<sup>100</sup> Wenn man von den obenbesprochenen Argumente überzeugt wird, dass in gewissen Konstellationen der Auskauf der Minderheit für das betroffene Unternehmen, Unternehmensgruppe oder und vor allem volkswirtschaftlich nicht unwesentlich vorteilhaft sein kann, ist es schwer sich damit abzufinden, dass die vollständige Übernahme an der Passivität

---

<sup>96</sup> So auch zutreffend *Kossmann*, NZG 1999, S. 1198 (1200).

<sup>97</sup> Vgl. statt aller *Bästlein*, Zur Feindlichkeit öffentlicher Übernahmeangebote 1997, S. 241 ff, allerdings mit dem Vorbehalt, dass die Kosten von gescheiterten Übernahmeversuchen schwer einzuschätzen sind.

<sup>98</sup> Gesamt- sowie betriebswirtschaftliche Betrachtung von ökonomischen Aspekten feindlicher Unternehmensübernahmen bei *Bohrer*, Unfriendly Takeovers. Unfreundliche Unternehmensübernahmen nach schweizerischem Kapitalmarkt- und Aktienrecht, Zürich 1997, S. 27 ff.

<sup>99</sup> *Kossmann*, NZG 1999, S. 1198 (1200). Nachweise in Form einer Übersicht der Kursentwicklungen von Zielgesellschaften bei *Bästlein*, a.a.O. (Fn. ....), S. 66.

<sup>100</sup> *Baums*, Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung [in:] Rüdiger von Rosen/Werner G. Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Heusenstamm 1999, S. 165 (181).

der unausfindigen Aktionäre scheitern kann. Das Angebot auf Übernahme sämtlicher Aktien kann unter Umständen die aufgeforderten Aktionäre gar nicht erreicht haben oder aber die Aktionäre ihrer Aktionärstellung selbst nicht bewusst sind, etwa im Erbfall. Dieser Gedanke wurde auch in Gesetzesbegründung als einer der Motive der Squeeze-out-Einführung zur Ausdruck gebracht.<sup>101</sup> Für Richtigkeit dieser Überlegungen spricht darüber hinaus auch die Tatsache, dass man in vielen Fällen davon ausgehen kann, dass die unausfindigen Aktionäre das Übernahmeangebot angenommen hätten, wenn sie davon nur Kenntnis hätten oder nicht ganz passiv wären.<sup>102</sup> Die Übernahme könnte danach rechtstechnisch reibungslos auf diese Weise erfolgen, dass nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses abweichend von den allgemeinen Regeln des Wertpapierverkehrs, die Rechte aus den Aktien auf den Hauptaktionäre (von nun an Alleinaktionär) übergehen. Die eventuell verbleibenden Aktienurkunden können danach nur noch Anspruch auf Barabfindung verbriefen (§ 327e Abs. 3 AktG-E)<sup>103</sup> oder für kraftlos erklärt werden (so Art. 33 des schweizerischen BEHG, ähnlich die polnische Regelung, Art. 416 § 4 i.V.m. Art. 418 § 1 k.s.h.).<sup>104</sup>

## **2.11. Gleichbehandlung von Aktionären**

Einer der Grundgedanken des WpÜG ist die Etablierung des Gleichbehandlungsgrundsatzes. Dieser Grundsatz wurde in § 3 Abs. 1 WpÜG-E statuiert. Dabei ist aber streng zwischen dem sich aus § 53a AktG ergebenden allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatz der Aktionäre und dem neueingeführten Gleichbehandlungsgrundsatz des § 3 WpÜG-E zu unterscheiden. Während der erste im Verhältnis zwischen der Gesellschaft und ihrer Aktionäre gilt<sup>105</sup>, greift der jene im Verhältnis zwischen dem Bieter und den Ange-

---

<sup>101</sup> Begründung des Regierungsentwurfs – AT, S. 74.

<sup>102</sup> So auch *Baums*, Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung [in:] Rüdiger von Rosen/Werner G. Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Heusenstamm 1999, S. 165 (181).

<sup>103</sup> Diese Lösung ist bereits dem Aktiengesetz bekannt – vgl. § 320a AktG.

<sup>104</sup> Siehe unten Punkt 3.8. und 3.7.

<sup>105</sup> *Hüffer*, AktG, § 53a Rn. 4.

botsempfänger (außenstehenden Aktionären). Darüber hinaus ist der Gleichbehandlungsgrundsatz des § 3 WpÜG-E im Gegenteil zu § 53a AktG nur auf diejenigen Aktiengesellschaften anwendbar, deren Aktien auf einem organisierten Markt gehandelt werden, was sich aus dem Anwendungsbereich des Gesetzesentwurfs (§ 1 WpÜG-E) ergibt.

Im Schrifttum wurde zutreffend darauf hingewiesen, dass je weniger außenstehende Aktionäre noch verbleiben oder exakter gesagt je weniger Aktien sich noch außer Hand des Hauptaktionärs befinden, desto besser ist die Verhandlungsposition der verbleibenden Minderheit.<sup>106</sup> Denn der Hauptaktionär, der schon fast am Ziel ist und beinahe sein Vorhaben verwirklicht hat, kann möglicherweise mehr dazu geneigt sein, der Restminderheit besonders günstigen Übernahmepreis anzubieten. Einige Aktionäre können infolgedessen das Angebot ablehnen, mit der Absicht, sich nachfolgend den Erwerb letzter verbleibenden Aktien teuer bezahlen zu lassen<sup>107</sup> und auf diese Weise „schikanös“ Druck auf die Gesellschaft ausüben<sup>108</sup>. In der Literatur hat man den denkbaren Preis sogar präzisiert, indem es gesagt wurde, dass theoretisch die Gesellschaft für den Auskauf des letzten Aktionärs „den Betrag in die Waagschale werfen könnte, der für die jährliche Hauptversammlung ausgegeben werden muss“.<sup>109</sup> Da der Auskauf die Frage der Abhaltung von Hauptversammlungen endgültig löst und darüber hinaus noch weitere Vorteile für das Unternehmen/Unternehmensgruppe verspricht, kann man über noch höhere Abfindungen spekulieren. Das es dem Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre widerspricht, liegt auf der Hand. Hier wurde also der gesetzliche Squeeze-out das Remedium darstellen. Dieser Motiv der Squeeze-out-Einführung kann auch überzeugen. Es bietet sich aber am Rande eine Ergänzung des hier dargestellten Ausführungen. Das WpÜG-E regelt nämlich ausführlich in seinem § 31 die Frage der Gegenleistung, die der Bieter bei Abgabe des Angebots anzubieten hat. Der Gewährleistung der Gleichbehandlung von Aktionären soll insbesondere der § 31 Abs. 5

---

<sup>106</sup> So *von Rosen*, Squeeze-Out – Chance für den Aktienmarkt, Die Welt vom 30 April 2001.

<sup>107</sup> *Schmid*, AG 1999, S. 402 (411).

<sup>108</sup> *Tuczka*, Das öffentliche Übernahmeangebot im Kapitalmarkt der Schweiz [in:] *Doralt/Novotny/Schauer* (Hrsg.), Takeover-Recht, Wien 1997, S. 125 (142) der Autor spricht allerdings – wohl aus Versehen – über Druck auf die Zielgesellschaft, während in der Tat ist der Hauptaktionär der Zielgesellschaft derjenige, der dem Druck ausgesetzt wird.

<sup>109</sup> *von Rosen*, Squeeze-Out – Chance für den Aktienmarkt, Die Welt vom 30 April 2001.

WpÜG-E dienen. Danach sollte der Bieter verpflichtet sein, den anderen Aktionären, d.h. denjenigen, die das Angebot angenommen haben, die Differenz in Bar nachzuzahlen, falls er innerhalb eines Jahres weitere Aktien zu einem höheren Preis erworben hat. Diese Regelung sollte mindestens zum Teil die Verhandlungsmacht der noch nach dem Angebot verbleibenden Minderheit nivellieren und dem Gleichbehandlungsgrundsatz des § 3 Abs. 1 WpÜG-E Rechnung tragen. Denn erstens wird der Hauptaktionär nicht ohne weiteres bereit, zuzuschlagen und zweitens, selbst wenn er es tut, werden die anderen Aktionäre wegen § 31 Abs. 5 WpÜG-E nicht schlechter stehen. Diese Wirkung des § 31 Abs. 5 WpÜG-E kann allerdings nicht so weit und nicht so effizient greifen, wie diejenige, die der gesetzliche Squeeze-out hervorruft. Dies ist deswegen so, weil die Regelung des § 31 Abs. 5 WpÜG ihrer Konstruktion wegen auf Entziehungsversuche angewiesen ist. Die Einräumung von Sondervorteilen wird immer schwer nachweisbar sein, besonders weil die Diskretion im Interesse beider Beteiligten liegt.

Darüber umfasst diese Regelung auch die Gesellschaften, deren Aktien auf einem organisierten Markt nicht gehandelt werden und die somit unter den Anwendungsbereich des WpÜG nicht fallen werden. Das Erpressungspotential der Minderheit lässt sich jedoch in diesen Gesellschaften im Übernahmefall gar nicht ausschließen. Dem kommt also der Squeeze-out entgegen.

## **2.12. Ergebnis**

Die oben dargestellte Übersicht und Besprechung von denkbaren Vorteilen, die die Möglichkeit des Hinausdrängens der Kleinstaktionäre für die Unternehmen, Unternehmensgruppen und die gesamte Volkswirtschaft verspricht, erlaubt es zu befürworten, den Vorgang zu billigen. Das ergibt sich aus der Gegenüberstellung von Interessen der hinauszudrängenden Aktionären und den Interessen der Unternehmen und der Wirtschaft. Selbstverständlich kann diese Abwägung nur dann zugunsten der letzteren fallen, wenn den vermögensbezogenen Interessen der auszuschließenden Minderheit Rechnung getragen wird, d.h. wenn die Minderheit angemessen abgefunden wird.

Die dargestellte Übersicht erlaubt die Squeeze-out-Konsequenzen in folgende Gruppen einordnen:

- (1) diejenige, die für das Unternehmen selbst vorteilhaft sind (Senkung von Verwaltungs- und Organisationskosten, Erleichterung von Umstrukturierungen, Hinausdrängen lästigen Aktionäre)
- (2) diejenige, von denen die Unternehmensgruppe Vorteile erzielt (Erleichterung der Konzernleitung)
- (3) diejenige, die das Erlangen der unter (1) und (2) erleichtern (Ausschluss unausfindigen oder ganz „passiven“ Aktionären) - /Suprakategorie/
- (4) diejenige, die zu gewissen Unternehmungen ermutigen (Übernahmeversuche)



### **3. KAPITEL**

## **Rechtsvergleichung und Europarecht**

### **3.1. Einführung**

Laut der Begründung des Regierungsentwurfs sollte sich das künftige Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz an international üblichen Standards orientieren.<sup>110</sup> Die Erforderlichkeit der Squeeze-out-Einführung solle sich ebenfalls aus rechtsvergleichender Analyse ergeben.<sup>111</sup> Wenn man von der wirtschaftlichen Nützlichkeit einer gesetzlichen Squeeze-out-Regelung ausgeht, ist auch klar, dass die hier diskutierte gesetzgeberische Initiative zur Stärkung Finanzplatzes Deutschland beitragen wird und Standort BRD im internationalen Wettbewerb nach vorne schiebt. Inwieweit aber tatsächlich Squeeze-out im Ausland verbreitet und wie ausgestaltet ist, wird nachfolgend geprüft.

### **3.2. Belgien**

---

<sup>110</sup> Begründung des Regierungsentwurfs – AT, S. 65.

<sup>111</sup> Begründung des Regierungsentwurfs – AT, S. 74.

Im Angesicht der seitens der Wirtschaft erhobenen Forderungen hat der belgische Gesetzgeber im Jahre 1995<sup>112</sup> die neuen Vorschriften über Ausschluss und Austritt von Gesellschaftern eingeführt.<sup>113</sup> Inzwischen hat aber bereits eine wesentliche inhaltliche Revision der ursprünglicher Regelung sowie die rechtssystematische Umgestaltung und Novellierung des gesamten Gesellschaftsrecht stattgefunden. Auf den Spur der neuen Regelung ist der Verfasser der vorliegenden Arbeit erst nach der Bearbeitung der – wie es sich gezeigt hat – inzwischen alt gewordenen Rechtslage gekommen.<sup>114</sup> In diesen Umständen scheint es aber sinnvoll zu sein, das alte Rechts kurz und bündig noch darzustellen um dann deutlicher hervorheben zu können, für welche Modifikationen sich der Gesetzgeber nach der Erfahrungen mit dem alten Recht entschieden hat.

Von Anfang an war also die belgische Squeeze-out-Regelung in ihrem Kern<sup>115</sup> Teil des Gesellschaftsrechts<sup>116 117</sup>.

Der Squeeze-out wurde ursprünglich in Art. 190quinquies normiert. Danach konnte jede natürliche oder juristische Person, die allein oder zusammen mit anderen (*seule ou de concert / alleen of gezamenlijk*) 95% der Stimmrechte<sup>118</sup> an der Gesellschaft hält, die Gesamtheit der Wertpapiere<sup>119</sup> (an) dieser Gesellschaft erwerben. Der subjektive Anwendungsbereich die-

---

<sup>112</sup> In Kraft seit 1.7.1996.

<sup>113</sup> *Herring*, RIW 1996, S. 644.

<sup>114</sup> Unaktuell ist im Hinblick auf die Squeeze-out-Regelung und gesamte Systematik des Gesellschaftsrecht sogar der Länderbericht von *Wymeersch*, Konzernrecht und Kapitalmarktrecht in Belgien [in:] *Hommelhoff/Hopt/Lutter* (Hrsg.), Konzernrecht und Kapitalmarktrecht 2001, S. 1 ff. (24-25). Irreführend ist hier also das Erscheinungsjahr (2001) besonders weil der Beitrag nicht mit der Vormerkung versehen ist, dass der Bearbeitungsstand bereits gewisse Zeit zurückliegt (wie es – diesmal aber mit entsprechender „Warnung“ – auch bei der Darstellung der Lage in den Niederlanden der Fall ist; *Timmerman*, Konzernrecht und Kapitalmarktrecht in den Niederlanden [in:] *Hommelhoff/Hopt/Lutter* (Hrsg.), a.a.O., S. 169 ff. (Bearbeitungsstand: 1999).

<sup>115</sup> Einige, hauptsächlich verfahrensbezogenen Einzelheiten waren und sind in Königlichen Erlassen oder Gesetzen geregelt, die zu den kapitalmarktrechtlichen Normen gehören.

<sup>116</sup> Das belgische Gesellschaftsrecht war in vereinheitlichten Gesetzen über Handelsgesellschaften geregelt, welche Titel IX. des belgischen HGB dargestellt haben (Code de Commerce, Titre IX. Des Sociétés Commerciales / Wetboek van Koophandel, Titel IX. Handelsvennootschappen).

<sup>117</sup> Exakte rechtssystematische Stellung: Abschnitt XI: Klagen und Verjährungsfristen (Section XI: Des actions et des prescriptions / Afdeling XI: Rechtsvorderingen en verjaring), Art. 190quinquies.

<sup>118</sup> Wörtlich „der einen Stimmrecht gebenden (verleihenden) Anteilen“ – „des titres conférant le droit de vote“ / „van de stemrechtverlenende effecten“ (Art. 190quinquies(1) a.F.).

<sup>119</sup> Umfasst wurden die Aktien mit oder ohne Stimmrecht, Titel die das Grundkapital darstellen wie auch diejenigen, die es nicht darstellen, sowie Titel, die Recht auf Bezug, Erwerb den genannten Titeln inkorporieren oder gegen diese Titel umgetauscht werden können; vgl. *Herring*, RIW 1996, S. 644 (646).

ser Vorschrift wurde also relativ breit festgesetzt, indem sie es erlaubt hat, dass sich die Mehrheitsaktionäre zusammenschlossen, um auf diese Weise die gesetzlich vorgeschriebene Mehrheit zu erreichen.

Das Auskaufsrecht konnte sowohl in einer Publikum- als auch einer privaten<sup>120</sup> Aktiengesellschaft ausgeübt werden.<sup>121</sup> Abhängig aber davon, ob die Gesellschaft zur Zeichnung ihrer Wertpapiere öffentlich aufgerufen hat (~ ob es sich um eine Publikumsgesellschaft handelt) oder nicht, galten unterschiedliche Verfahrensmodalitäten.

Im Gegenteil zum Verfahren über Ausschluss des Gesellschafters aus einem wichtigen Grund, welches Verfahren im gleichen Abschnitt wie Auskaufsrecht geregelt war (Art. 190ter a.F.), musste bei dem Squeeze-out nach Art. 190quinquies a.F. kein gerichtliches Verfahren eingeleitet werden.<sup>122</sup> Der Erwerb erfolgte nach einem Übernahmeangebot, der – wie bereits erwähnt – differenzierten Regeln unterworfen war, je nachdem ob es sich um eine private oder um eine Publikumsgesellschaft als Zielgesellschaft gehandelt hat.<sup>123</sup>

Nunmehr ist die inzwischen revidierte Squeeze-out-Regelung in Art. 513 Code des Societes / Wetboek van Vennootschappen<sup>124</sup> geregelt. Rechtssystematisch ist anzumerken, dass zu einem das Rechtsinstitut des Squeeze-out (*Terminus technicus: La cession forcée de titres / Gedwongen verkoop van effecten*) in einen speziellen Abschnitt ausgesondert wurde (Livre VIII., Titre III., Chapitre IV., Section IV. - La cession forcée de titres / Boek VIII., Titel III., Hoofdstuk IV., Afdeling IV. - Gedwongen verkoop van effecten), zu anderem, dass es nicht mehr an die Vorschriften über Gesellschafterausschluss aus wichtigem Grund angrenzt.<sup>125</sup> Vielmehr wurden die Vorschrif-

---

<sup>120</sup> Zur Bedeutung der Bezeichnung „private Aktiengesellschaft“ siehe vorstehend Fn. ....

<sup>121</sup> Insoweit irreführend *Forum Europaeum Konzernrecht/Hopt*, ZGR 1998, S. 672 (734), wo behauptet wird, dass der Squeeze-out auf die börsennotierten oder die ihre Aktien öffentlich anbietenden Aktiengesellschaften beschränkt wird. Dagegen spricht schon alleine der Wortlaut des Art. 190quinquies(3) a.F.

<sup>122</sup> *Herring*, RIW 1996, S. 644 (646).

<sup>123</sup> *Herring*, RIW 1996, S. 644 (646).

<sup>124</sup> Gesetz vom 7.5.1999.

<sup>125</sup> Nach altem Recht waren beide Ausschlussstatbestände sowie das Austrittsrecht beim Vorliegen eines wichtigen Grundes gemeinsam im gleichen Abschnitt geregelt (Ausschlussrecht aus wichtigem Grund (*pour de justes motifs*) – Art. 190ter a.F.; Austrittsrecht beim

ten über Ausschlussrecht aus wichtigem Grund sowie Austrittsrecht nebeneinander und – verglichen mit altem Recht – beinahe unverändert im Abschnitt über das Lösen von internen Konflikten in der Gesellschaft (*La procédure de résolution des conflits internes / Geschillenregeling*)<sup>126</sup> platziert. Inhaltlich wurden die Bestimmungen über *La cession forcée / Gedwongen verkoop* bereits mit dem Gesetz vom 16.6.1998 novelliert (und ausgebaut) und nachher – außer abweichenden Schreibweise – unverändert in das neue Gesetz übertragen. Art. 513 CdS/WV sieht nunmehr differenzierte Regelung, abhängig davon, ob die betroffene Gesellschaft eine Publikums- oder private Aktiengesellschaft ist. Aus dieser Regelung ergibt sich weiter, dass der echte Squeeze-out jetzt nur noch in den Publikumsgesellschaften durchgeführt werden kann. Nach Art. 513 § 1(1) CdS/WV kann jede natürliche oder juristische Person, die allein oder im Einverständnis mit anderen 95% von den mit Stimmrecht versehenen Anteilen an einer Publikums-AG hält, mittels eines Übernahmeangebots die Gesamtheit der mit Stimmrecht versehenen Anteile dieser Gesellschaft erwerben. Im Gegenteil zum alten Recht kann jetzt – im Hinblick auf die privaten Gesellschaften – lediglich ein *Angebot* auf Erwerb sämtlicher außenstehenden Wertpapiere unterbreitet werden (Art. 513 § 2(1) *in fine* CdS/WV<sup>127</sup>), was aber nicht zwingend zum Ausschluss der Minderheit führen muss. Die Aktionäre, die sich weigern, ihre Aktien zu veräußern, können nach der neuen Regelung ausdrücklich und schriftlich bekannt machen, dass sie ihre Papiere beibehalten wollen (Art. 513 § 2(2) CdS/WV). Das hat diese Wirkung, dass sie den Zwangserwerb ihren Titeln verhindern können. Auf diese Weise hat sich die Stellung der Minderheitsaktionäre einer privaten Gesellschaft wesentlich verbessert ohne aber dass man dem Mehrheitsaktionär einen Riegel vorgeschoben hat, die passiven, insbesondere unausfindigen Aktionäre auszukaufen. In der Begründung für Gesetzesänderung hat man auf das Bedürfnis der Verstärkung des Schutzes besonders von denjenigen Aktionären hingewiesen, die noch

---

Vorliegen eines wichtigen Grundes – Art. 190quater a.F., Auskaufrecht (Squeeze-out) – Art. 190quinquies a.F.).

<sup>126</sup> Art. 635 bis 643 CdS/WV.

<sup>127</sup> « *Peut faire une offre de reprise portant sur la totalité des titres conférant le droit de vote de cette société* » / « *kan een uitkoopbod doen om het geheel van de stemrechtverlenende effecten van deze vennootschap te verkrijgen* ».

symbolisch an einem (einst) Familienunternehmen beteiligt sind.<sup>128</sup> Die Novellierung wurde aber auch zum Teil kritisiert. Man hat ihr nämlich vorgeworfen, dass auf diese Weise der Sinn und Zweck des Rechtsinstituts verneint wird.<sup>129</sup>

Rechtstechnisch läuft die Übertragung so ab, dass bei Abschluss des Verfahrens alle nicht vorgelegten Wertpapiere von Rechts wegen als auf den Übernehmer übertragen gelten und zwar mit Hinterlegung des Übernahmepreises. Die nicht vorgelegten Inhaberpapiere werden zugleich *ex lege*<sup>130</sup> in Namenspapiere umgewandelt und vom Verwaltungsrat in den Register der Namenspapiere (Aktienbuch) eingetragen (Art. 513 § 1(2) CdS/WV). Für die privaten Gesellschaften gilt das gleiche, mit dem Vorbehalt, dass – wie bereits erwähnt – von der Übertragung diejenigen Aktien ausgenommen werden, über die ihre Inhaber schriftlich und ausdrücklich erklärt haben, sie behalten zu wollen. Diese Papiere werden dann aber ebenfalls von Rechts wegen in Namenspapiere umgewandelt und in Register der Namenspapiere eingetragen (Art. 513 § 2(2) CdS/WV).

Abhängig davon, ob die Gesellschaft, deren Wertpapiere ausgekauft werden eine Publikums- oder eine private Gesellschaft ist, gelten differenzierte Regeln bezüglich des Übernahmeangebots. Für private<sup>131</sup> Aktiengesellschaften ist die aufgrund der Ermächtigung des Art. 513 § 3 CdS/WV erlassene königliche Verordnung vom 30.1.2001 7.7.1999<sup>132</sup> anwendbar, die unter Wahrung von Transparenz- und Gleichbehandlungsgebieten den Ablauf und Inhalt des Angebotsverfahrens festsetzt. Demgegenüber sind auf die privaten Gesellschaften weder Titel II der königlichen Verordnung Nummer 185 vom 9.7.1935 über Bankaufsicht und die rechtliche Regelung der Wertpa-

---

<sup>128</sup> Vgl. die Begründung des Gesetzesänderung im Bericht Nr. 1415/1-97/98 aus der Sitzung der Chambre des Représentants de Belgique / Belgische Kamer van Volksvertegenwoordigers vom 9.2.1998, S. 1, 10. Dokument als Download (.pdf-Datei) im Internet unter: <http://www.lachambre.be/cgi-bin/docs49.bat?l=f&dir=1415> .

<sup>129</sup> Van Beirs, Rachat force d'actions minoritaires : un volte-face législatif, veröffentlicht im Internet unter : <http://www.idefisc.cx/articles/actions-minoritaires.html> .

<sup>130</sup> Nach altem Recht erfolgte die Umwandlung ins Namenspapiere auf Beschluss der Hauptversammlung (Art. 190quinquies(3) a.F.).

<sup>131</sup> Gesellschaft, die nicht zur Zeichnung ihrer Wertpapiere öffentlich aufgerufen hat oder aufruft.....

<sup>132</sup> Arrêté royal portant exécution du code des sociétés/ Koninklijk besluit tot uitvoering van het wetboek van vennootschappen das in dieser Hinsicht die Art. 10-12 von Arrêté royal relatif au caractère public des opérations financières / Koninklijk besluit over het openbaar karakter van financiële verrichtingen vom 7.7.1999 ersetzt hat.

pierausgabe<sup>133</sup> noch Kapitel II des Gesetzes vom 2.3.1989 über die Veröffentlichung wichtiger Beteiligungen an börsennotierter Gesellschaften und öffentliche Erwerbsangebote<sup>134</sup> noch Art. 4 des Gesetzes vom 4.12.1990 über Finanztransaktionen und Finanzmärkte<sup>135</sup> anwendbar und das wegen ausdrücklicher Derogation des Art. 513 § 2(4) CdS/WV. Diese Regeln gelten ausschließlich für Publikumsgesellschaften und sehen unter anderen vor, dass das Übernahmeangebot nach den Regeln betreffend öffentlicher Übernahmeangebote unterbreitet werden muss und sich von Anfang an auf die Gesamtheit außenstehender Papiere zu beziehen hat, wie auch das, dass das Übernahmeangebot und seine Bedingungen von der CFB<sup>136</sup> genehmigt werden müssen.<sup>137</sup>

Das belgische Recht kennt kein Austrittsrecht der Minderheit, das die Stellung des Mehrheitsaktionärs balancieren würde. In der Diskussion über Squeeze-out-Modernisierung hat man als Gegengewicht zu dem Squeeze-out auch die Einführung des spiegelbildlichen Austrittsrechts der Minderheitsaktionäre vorgeschlagen.<sup>138</sup> Dieser „sympathische“ Vorschlag<sup>139</sup> hat sich allerdings im Ergebnis nicht durchgesetzt. Gegen ihn hat man z.B. ausgeführt, dass die Minderheit auf praktische Schwierigkeiten stoßen würde, um den Beweis zu erbringen, dass der Mehrheitsaktionär tatsächlich über 95% der stimmberechtigten Aktien verfügt.<sup>140</sup> Das belgische Recht kennt also nach wie vor lediglich ein Austrittsrecht (*retrait/uittreding*) aus einem

---

<sup>133</sup> Arrêté royal n° 185 sur le contrôle des banques et le régime des émissions de titres et valeurs / Koninklijk besluit nr. 185 op de bankcontrole en het uitgifteregime voor titels en effecten.

<sup>134</sup> Loi relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition / Wet op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen.

<sup>135</sup> Loi relative aux opérations financières et aux marchés financiers / Wet op de financiële transacties en de financiële markten.

<sup>136</sup> Commission Bancaire et Financière/Commissie voor het Bank- en Financiewezen – die Belgische Bankwesen- Finanzwesen- und Börsenaufsichtsbehörde.

<sup>137</sup> Daems, The New Squeeze-Out Procedure in Belgium, veröffentlicht im Internet unter: [http://www.bakernet.com/Publications/Documents/813\\_tx.htm](http://www.bakernet.com/Publications/Documents/813_tx.htm) .

<sup>138</sup> So Landuyt, siehe Bericht aus der Diskussion über den Vorschlag der Novellierung des Art. 190quinquies vom 15.5.1998, S. 3 (Rapport fait au nom de la Commission chargées des problèmes de droit Commercial et Economique (1) / Verslag namens de Commissie belast met de problemen inzake Handelsen Economisch Recht (1)) als Download (.pdf-Datei) im Internet unter: <http://www.lachambre.be/cgi-bin/docs49.bat?l=f&dir=1415> .

<sup>139</sup> Lano, siehe Bericht aus der Diskussion über den Vorschlag der Novellierung des Art. 190quinquies vom 15.5.1998, S. 3.

<sup>140</sup> So Lano, (a.a.O.) der behauptet, dass es nur dann möglich sei, wenn alle Papiere Namenspapiere wären.

wichtigen Grund (*pour de justes motifs / om gegronde redenen*) – (Art. 642-642 CdS/WV), was spiegelbildliches Recht zum Ausschlussrecht aus einem wichtigen Grund (*l'exclusion/uitsluiting*) – (Art. 636-641 SdC/WV) darstellt.<sup>141</sup>

Zusammenfassend ist hervorzuheben, dass im Gegenteil zu der alten Regelung der echte Squeeze-out nur in Publikumsgesellschaften zulässig ist. In den privaten Gesellschaften können die Minderheitsaktionäre den Vorgang nicht zwar allgemein aber jeder hinsichtlich seiner Person verhindern. Der Grenzwert wurde vom Gesetzgeber auf 95% der mit Stimmrecht versehenen Anteile festgelegt, was auch der alten Regelung entspricht. Der Beschluss der Hauptversammlung ist nicht erforderlich, wohl aber ein vorausgegangenes Angebot auf Erwerb sämtlicher außenstehenden Papiere der Zielgesellschaft.

### **3.3. Frankreich**

Die Entwicklung des gesetzlichen Squeeze-out geht in Frankreich aufs Jahr 1993 zurück. Damals hat man mit einem Gesetz vom 31 Dezember (das das Gesetz vom 22. Januar 1988 geändert hat)<sup>142</sup> und seiner Ausführungsverordnung vom 9 Juni 1994 in das *Règlement général du Conseil des Marchés Financiers*<sup>143</sup> ein neues Kapitel: „*Le retrait obligatoire*“ eingeführt.<sup>144</sup> Heute ist die Regelung des Ausschlussrechts („*Exclusion forcée*“, „*Le retrait forcé*“, „*Le retrait obligatoire*“) in den Art. 5-7-1 bis 5-7-3 Règ.gén.CMF<sup>145</sup>

---

<sup>141</sup> Beide Rechtsinstitute wurden aus dem alten Gesetz beinahe unverändert übernommen, vgl. Art. 190quater a.F. für Austrittsrecht, Art. 190ter a.F. für Ausschlussrecht aus wichtigem Grund.

<sup>142</sup> Merle, *Droit commercial. Sociétés commerciales*, 5e éd., Paris 1996, S. 692.

<sup>143</sup> Im folgenden als Règ.gén.CMF.

<sup>144</sup> Nitsch, *Die öffentliche Übernahme in Frankreich* [in:] Doralt/Novotny/Schauer (Hrsg.), *Takeover-Recht*, Wien 1997, S. 87 (121).

<sup>145</sup> Im Internet abrufbar unter <http://www.cmf-france.org/french/reglt/regltgen/index.htm>.

enthalten. Somit stellt sie ein Teil des Börsen- und Kapitalmarktrechts dar.<sup>146</sup>

Als kapitalmarktrechtliche Regelung ist die *Exclusion forcée* ausschließlich auf die Publikumsgesellschaften anwendbar und zulässig. Diese Einschränkung des sachlichen Anwendungsbereichs wird aber zum Teil kritisiert. So schlägt *le rapport Marini sur la modernisation du droit des sociétés*<sup>147</sup> aus dem Jahre 1996 vor, *le retrait forcé* auch auf „private“<sup>148</sup> Aktiengesellschaften zu erstrecken (Vorschläge Nr. 79 und 80).<sup>149</sup>

Dem Ausschluss von Minderheitsaktionären muss zwingend ein besonderer Übernahmeangebot vorausgegangen sein und zwar ein Abschichtungsangebot (*l'offre publique de retrait*). Dieses Übernahmeangebot stellt eine besondere Art des öffentlichen Übernahmeangebots dar und ist in Art. 5-6-1 bis 5-6-7 Règ.gén.CMF<sup>150</sup> geregelt. Das Gesetz kennt einige Fälle, wenn Abschichtungsangebot abzugeben ist. Diese Fälle lassen sich in folgende Fallgruppen einordnen:

- (1) *l'offre publique de retrait* auf Antrag des Minderheitsaktionärs, der stimmberechtigte Aktien oder Investmentzertifikate besitzt im Falle, wenn der Mehrheitsaktionär (bzw. Mehrheitsaktionäre, die im Einvernehmen handeln) nicht weniger als 95% der Stimmberechtigten Aktien hält (Art. 5-6-1, 5-6-2 Règ.gén.CMF),
- (2) *l'offre publique de retrait* auf Antrag des Mehrheitsaktionärs (bzw. der im Einvernehmen handelnden Mehrheitsaktionäre), im Falle wenn er mindestens 95% des stimmberechtigten Aktien besitzt (Art. 5-6-3, 5-6-4 Règ.gén.CMF),

---

<sup>146</sup> Die gesellschaftsrechtliche Verankerung dieser Regelung wird aber nicht übersehen sondern anerkannt und zwar erstaunlicherweise im Hinblick auf die Rechtfertigung des Eingriffs in die Aktionärsposition; vgl. Cour d'appel de Paris, 1re ch. Section CBV vom 16.5.1995 (L'ADAM c/ Société Générale -/Sogénal/).

<sup>147</sup> Der Bericht (Vorschläge) zusammenfassend dargestellt bei *Cozian/Viandier*, *Droit des sociétés*, 10<sup>e</sup> éd., Paris 1997, S. 42.

<sup>148</sup> Der Begriff „private Aktiengesellschaft“ bzw. „Privat-AG“ wird dem begriff börsennotierte Aktiengesellschaft oder Publikum-AG gegenübergestellt, um die zu langen und den Sinn verwischenden Bezeichnungen wie etwa „eine nicht börsennotierte AG“ oder eine „AG, deren Aktien nicht öffentlich gehandelt werden“ zu vermeiden. Siehe auch Sprachgebrauch bei *Doralt*, AG 1995, S. 538; *Herring*, RIW 1996, S. 644 (646); *von Ballmoos*, SJZ 1999, 113 (115). ....

<sup>149</sup> *Merle*, *Droit commercial. Sociétés commerciales*, 5e éd., Paris 1996, S. 693; *Cozian/Viandier*, *Droit des sociétés*, 10<sup>e</sup> éd., Paris 1997, S. 397.

<sup>150</sup> Titre V: Les offres publiques d'acquisition, Chapitre VI : Les offres publiques de retrait.



- (3) *l'offre publique de retrait* im Falle der Umwandlung einer Aktiengesellschaft in eine Kommanditgesellschaft auf Aktien (Art. 5-6-5 Règ.gén.CMF),
- (4) *l'offre publique de retrait* im Falle einer maßgeblichen Satzungsänderung (Art. 5-6-6 Règ.gén.CMF).

Nur ein Angebot, das zu einer den zwei ersten Fallgruppen gehört, versetzt den Mehrheitsaktionär in die Lage, die Minderheit zwangsweise auszukaufen (Art. 5-7-1(1) Règ.gén.CMF).

Der im Hinblick auf das vorgehabte Hinausdrängen der Minderheit bedeutendste Fall ist hier das Abschichtungsangebot auf Antrag des Mehrheitsaktionärs. An dieser Stelle sollen einige Bemerkungen der Festsetzung des Angebotspreises gewidmet werden, weil dieser Preis bei der Bestimmung der Abfindungshöhe relevant ist. Zuerst schlägt also der Bieter der *Conseil des Marchés Financiers* (CMF)<sup>151</sup> die Bewertung der zu übernehmenden Wertpapieren der Zielgesellschaft vor. Diese Bewertung sollte nach objektiven Kriterien durchgeführt werden, denselben die auch in Fällen der Vermögensverfügungen angewendet werden. Dabei ist Vermögenswert, Erträge, eventuelle Tochtergesellschaften sowie Marktpreis von Aktien der Zielgesellschaft zu berücksichtigen, wobei diesen Faktoren im jeden einzelnen Fall unterschiedliche sich aus den Umständen ergebende Bedeutung beizumessen ist (Art. 5-7-1(3) Règ.gén.CMF). Neben dieser vom Bieter vorgeschlagenen Bewertung sollte auch eine andere angefertigt werden, und zwar von einem unabhängigen Wirtschaftsprüfer. Um die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers zu gewährleisten, ist die *Commission des Opérations de Bourse* (COB)<sup>152</sup> in der Lage, der Wahl des konkreten Wirtschaftsprüfers widersprechen (Art. 5-7-1(3) Règ.gén.CMF). Das Abschichtungsangebot, inklusive Angebotspreis ist zusätzlich von CBF geprüft (Art. 5-7-1(4) i.V.m. Art. 5-1-9 Règ.gén.CMF).

Die auszuschließende Minderheit kann nicht mehr als 5% Kapital an der Gesellschaft halten und nicht mehr als 5% der Stimmrechte innehaben (Art.

---

<sup>151</sup> Die französische Regulierungs- und Aufsichtsbehörde für Wertpapierhandel und Finanzmärkte.

<sup>152</sup> Eine Aufsichts- und Regulierungsbehörde für Börsenwesen.

5-7-1(1) Règ.gén.CMF). Auf der aktiven Seite (als Bieter) können, wie bereits angedeutet auch mehrere Aktionäre auftreten, soweit sie gemeinsam (*de concert*) handeln.<sup>153</sup> Der Bieter muss CMF darüber informieren, entweder ob er sich das Recht vorbehält, abhängig von dem Ergebnis des Angebots den Squeeze-out zu beantragen oder ob er willig ist, ohne Rücksicht auf Erfolg des Angebots sofort nach dem Abschluss des Angebotsverfahrens die sonstigen Aktien auszukaufen (Art. 5-7-1(2) Règ.gén.CMF).

Wenn der Bieter sich das recht vorbehalten hat, über Einleitung der *exclusion forcée* erst nach Beendigung des Abschichtungsangebotsverfahrens zu entscheiden, hat er innerhalb von zehn Börsentagen (Handeltagen) die CMF zu informieren, ob er von seinem Recht Gebrauch macht oder drauf verzichtet. CMF veröffentlicht die Erklärung des Bieters (Art 5-7-2(1) Règ.gén.CMF). Wenn der Bieter sich entschieden hat, die Minderheit auszukaufen, informiert er die CMF gleichzeitig welche Leistung er als Abfindung vorschlägt. Als Niedrigstgrenze gilt hierbei der Preis aus dem Abschichtungsangebot. Es sind auch Umstände zu berücksichtigen, die schon nach dem Angebot den Wert von außenstehenden Wertpapieren positiv beeinflussen konnten (Art 5-7-2(2) Règ.gén.CMF). Die Entscheidung des Bieters, *Le retrait obligatoire* durchzuführen, wird von CMF veröffentlicht, wobei die CMF berechtigt ist, die Einzelheiten des Vorgangs insbesondere das Datum seines Wirksamwerdens zu bestimmen (Art 5-7-2(3) Règ.gén.CMF).

Im Falle, wenn der Bieter im voraus entschieden war und es bei der CMF beantragt hat, dass ohne Rücksicht auf die Ergebnissen des Abschichtungsangebots die Minderheit zwangsweise ausgekauft wird, sollten die Bedingungen einschließlich Datum des Wirksamwerdens *du retrait obligatoire*

---

<sup>153</sup> Vgl. Art. L233-10 Code de Commerce (ex-Art. 356-1-3 de la loi n° 66-537 vom 24.7.1966), auf welches Art. 6-6-1(1) Règ.gén.CMF verweist. Danach werden als gemeinsam handelnd diejenigen Personen betrachtet, die eine Vereinbarung geschlossen haben im Hinblick auf Erwerb oder Übertragung von Stimmrechten oder im Hinblick auf die Ausübung von Stimmrechten, um eine gemeinsame Politik gegenüber der Gesellschaft zu schaffen. Eine solche Vereinbarung wird vermutet zu existieren: (1) zwischen einer Gesellschaft, dem Präsidenten ihres Verwaltungsrates und ihren Generaldirektoren oder den Mitgliedern ihres Direktoriums oder ihren Geschäftsführern; (2) zwischen einer Gesellschaft und den Gesellschaften die sie beherrscht im Sinne des Art. L. 233-3; (3) zwischen Gesellschaften die von derselben oder denselben Personen beherrscht werden (4) zwischen Mitgliedern einer *société par actions simplifiée* hinsichtlich der Gesellschaften die diese beherrscht.

zusammen mit der Bekanntmachung der Eröffnung von *de l'offre publique de retrait* veröffentlicht werden (Art 5-7-2(3) Règ.gén.CMF).

Die relevanten Wertpapieren der Zielgesellschaft werden delistet, und zwar entweder sofort nach Ablauf des Abschichtungsangebot – wenn der Squeeze-out ohne Rücksicht auf sein Ergebnis durchgeführt wird oder mit der Entscheidung, die Minderheit auszukufen, wenn sich der Bieter vorbehalten hat, diese Entscheidung erst nach Ablauf der Annahmefrist zu treffen (Art 5-7-3(2), Art. 5-7-2(3) Règ.gén.CMF). Die nicht freiwillig im Abschichtungsangebot veräußerten Papiere werden dann auf den Mehrheitsaktionär übertragen, der seinerseits die Abfindung auf gesondertes Konto überweist (Art 5-7-2(4), Art. 5-7-3(2) Règ.gén.CMF).

Die Einführung *du retrait obligatoire* wurde von den Kreisen der betroffenen Minderheitsaktären und ihrer Schutzvereinigungen (L'ADAM – association pour la défense des actionnaires minoritaires) schlecht angenommen. von den Minderheitsaktionäre. Es wurde darauf hingewiesen, dass derartiger Eingriff in die Aktionärposition zu weit geht und mit den verfassungsrechtlichen Wertvorstellungen sowie der Menschenrechtskonvention nicht zu vereinbaren ist, weil er eine privatnützige Enteignung (*expropriation pour cause d'utilité privée*) darstellt.<sup>154</sup> Dieses, auch seitens der Lehre<sup>155</sup> als diskutabel angesehene Problem, wurde am 16 Mai 1995 durch *cour d'appel de Paris* entschieden.<sup>156</sup> Das Gericht hat die Squeeze-out-Regelung gebilligt, soweit sie im Rahmen einer sozialen und wirtschaftlichen Ordnung dem Allgemeininteresse dient und die ausgeschlossenen Aktionären angemessen entschädigt werden. Es wurde darauf hingewiesen, dass die auf die Minderheit auferlegte Verpflichtung, den Übergang der Aktien auf den Mehrheitsaktionär hinzunehmen, ihren Ursprung im Gesellschaftsrecht hat, also in dem Recht, das die Beziehungen der Aktionäre untereinander zu regeln hat.

Will man die französische Regelung zusammenfassen, so ist zu wiederholen, dass in Frankreich der Squeeze-out Teil des Kapitalmarktrechts darstellt

---

<sup>154</sup> Vgl. *Merle*, Droit commercial. Sociétés commerciales, 5e éd., Paris 1996, S. 692.

<sup>155</sup> Vgl. *Guyon*, Droit des Affaires, Tome 1 Droit commercial général et Sociétés, 8<sup>e</sup> éd. Paris 1994, S. 622.

<sup>156</sup> Entscheidung in Sache L'ADAM c/ Société Générale -(Sogénal), 1re ch. Section CBV.

und lediglich auf Publikumsgesellschaften Anwendung findet, was aber zum Teil kritisiert wird.<sup>157</sup> Bevor die Aktionäre ausgeschlossen werden, muss ein besonderes öffentliches Übernahmeangebot (Abschichtungsangebot - *l'offre publique de retrait*) unterbreitet werden. Um die Minderheit auszukaufen, muss der Hauptaktionär mindestens 95% der stimmberechtigten Aktien halten und die Minderheitsaktionäre dürfen zusammen über nicht mehr als 5% der Stimmrechte oder Kapitalanteil verfügen. Es gelten darüber hinaus strenge Vorschriften betreffend der Festsetzung der Abfindung. So ist zu einem der Prüferbericht unverzichtbar zu anderem sind die Aufsichtsbehörden (CMF und COB) eingeschaltet. Den Minderheitsaktionären wird als Gegengewicht ein Austrittsrecht gewährt.

### **3.4. Großbritannien**

Die gesetzliche Regelung des Squeeze-out hat im Großbritannien eine lange Tradition. *Compulsory acquisition of minority shareholders* wurde zum ersten mal bereits im Jahre 1929 eingeführt.<sup>158</sup> Heute ist die Institution in sec. 428-430F Companies Act 1985<sup>159</sup> geregelt.

Die Minderheit kann nach diesen Regeln nur dann Ausgekauft werden, wenn zuvor ein Übernahmeangebot vorausgegangen war. Das Angebot muss auf Erwerb aller außenstehenden Aktien (oder einer Aktiengattung) gerichtet werden. Ausgenommen sind die Aktien der Zielgesellschaft, die der Bieter bereits hält (sec. 428(1) CA oder das Recht hat, sie zu erwerben (Argumentum aus sec. 429(1) CA<sup>160</sup>).<sup>161</sup> Nach der Zurechnungsvorschrift – sec. 430E CA gilt das gleiche, wenn sich die Aktien im Besitz eines *Associ-*

---

<sup>157</sup> Siehe bevorstehend, auch Fn. ....

<sup>158</sup> Sec. 155 CA 1929, siehe *Than*, FS Claussen 1997, S: 405 (414); *Farrar/Hannigan*, *Farrar's Company Law*, 14<sup>th</sup> Ed., London-Edinburgh-Dublin 1998, S. 607.

<sup>159</sup> In der auf sec. 172 Financial Services Act 1986 und dessen Schedule 12 zurückgehender Fassung, siehe *Morse*, *Charlesworth & Morse Company Law*, 14th ed. London 1991, S. 869

<sup>160</sup> “[...] offeror has by virtue of acceptances of the offer acquired or contracted to acquire [...]”.

<sup>161</sup> *Morse*, *Charlesworth & Morse Company Law*, 14th ed. London 1991, S. 870.

ate<sup>162</sup> befinden (*owned or contracted by associate*). Als weitere Voraussetzung gilt, dass das Angebot von 90% der Aktionäre angenommen wird. Bei der Berechnung ist die Beteiligung am Kapital der Gesellschaft (*share capital*)<sup>163</sup> maßgeblich.<sup>164</sup> Abweichend von der geplanten deutschen Regelung, sowie anderer hier dargestellten Gesetzgebungen knüpft das englische Companies Act nicht unmittelbar an eine vorgeschriebene Beteiligungsschwelle als Squeeze-out-Voraussetzung an. In keinem aber Fall wird der Squeeze-out möglich, wenn der Bieter über weniger als 90% am Kapital der target company verfügt. Solch eine Ausgestaltung des Squeeze-out zieht gewisse Probleme mit sich. Zu einem kann es versucht werden, die Voraussetzung der 90-prozentiger Akzeptanz auf diese Weise umzugehen, dass das Angebot von einem anderen Subjekt ausgeht (etwa von der Tochter) und der Interessierte, oder die auf seinen Auftrag handelnden Personen das Angebot annehmen („*push-over bid*“).<sup>165</sup> Dies sollte durch die Zurechnungsvorschrift der sec. 430E CA vermieden werden, so dass nur die tatsächlich außenstehende Beteiligung entscheidend sein wird. Hier wirkt also die Zurechnungsregel nicht wie nach § 16 AktG zugunsten, sondern zu lasten des Bieters.<sup>166</sup> Zu anderem ist es möglich, dass der Bieter die Aktien außer Angebotsverfahren die relevanten Aktien erwirbt. So stellt sich die Frage, wie soll sich diese Tatsache auf die Berechnung der 90prozentigen Akzeptanzschwelle auswirken. Diesem Problem kommt die sec. 429(8) CA entgegen. Danach sind die Aktien die außerhalb des Übernahmeverfahrens erworben wurden mit denjenigen im Rahmen des Angebotsverfahrens erworbenen gleich zu betrachten und bei Berechnung der 90tigerschwelle mitzubersichtigen, soweit der Erwerbspreis den Angebotspreis nicht überstiegen hat oder wenn das Angebotspreis entsprechend der woanders geleisteter Leistung erhoben wurde. Zum dritten, ist dass Erreichen der vorausgesetzten

---

<sup>162</sup> Wer unter den Begriff associate fällt, ergibt sich aus sec. 430E(4). Es werden dort die Fälle der in denen die Aktien auf die Rechnung des Bieters gehalten werden oder sich im Besitz eines verbundenen Unternehmens befinden.

<sup>163</sup> Dies ist im Unterschied zum City Code, der auf Stimmrechte (voting rights) abstellt.

<sup>164</sup> Früher gab es allerdings eine weitere Voraussetzung, und zwar dass neben der Erforderlichkeit der 90prozentigen Beteiligung das Angebot von 75% der Anzahl der Aktionäre angenommen werden musste. Diese Voraussetzung wurde jedoch 1987 abgeschafft. Siehe *Herkenroth*, Konzernierungsprozesse im Schnittfeld von Konzernrecht und Übernahmerecht Berlin 1994, S. 248.

<sup>165</sup> *Knoll*, Die Übernahme von Kapitalgesellschaften, Baden-Baden 1992, S. 313.

<sup>166</sup> Vgl. aber sec. 430D CA, welche die sog. *joint offers* regelt.

Schwelle in diesen Fällen besonders erschwert, wenn manche der außenstehenden Aktionären unausfindig sind. Für diesen Fall sieht sec. 430C (5) CA eine abweichende Regelung vor. Danach kann das Gericht trotzdem den Squeeze-out gestatten, wenn der Bieter trotz angemessener Sorgfalt die Aktionäre mit seinem Angebot nicht erreicht hat, die Abfindung angemessen ist und für solche Entscheidung die Stellung (Annahme) anderer Aktionäre spricht.<sup>167</sup> Ein viertes Problem taucht auf, wenn das Angebot geändert wird, was in der Regel zur Annahme führen sollte, dass es sich um ein neues Angebot handelt. Das würde dann bedeuten, dass die vorgeschriebene Schwelle erneut zu erreichen wäre, was das Erreichen der 90prozentiger Akzeptanz nicht unerheblich erschweren würde. Diesem Problem begegnet sec. 428(7) CA, indem es ermöglicht – soweit entsprechendes Vorbehalt im Angebot enthalten war, im Hinblick auf die Berechnung der Akzeptanzschwelle das revidierte Angebot nicht als ein neues zu betrachten.<sup>168</sup>

Da in manchen Fällen der Bieter nur an vollständiger Übernahme der Zielgesellschaft interessiert ist, besteht die Möglichkeit, das Angebot als bedingtes Angebot abzugeben. In diesem Falle wird der Bieter die Akzeptanzschwelle von 90%<sup>169</sup> als Wirksamkeitsbedingung (Vorbehalt des Rücktritts) annehmen, weil das Erreichen dieser Schwelle ihn in die Lage versetzt, die übrigen Aktionäre auszukufen. Wird diese Schwelle erreicht, fällt die Bedingung weg und das Angebot als unconditional (as to acceptances) gilt.<sup>170</sup> Als weitere Voraussetzung schreibt sec. 429(3) CA vor, dass 90% der Aktien, auf die sich das Angebot bezieht innerhalb von 4-monatigen Frist erworben werden.<sup>171</sup> Für die Berechnung dieser Frist ist die Bekanntgabe des Angebots maßgeblich. Des Weiteren muss der Bieter die außenstehenden Aktionäre, die das Angebot nicht angenommen haben darüber informieren, dass er von der compulsory acquisition Gebrauch machen wird (Notice). Diese Benachrichtigung muss innerhalb von zwei Monaten seit dem Zeitpunkt, zu dem er für das Angebot die 90prozentige Akzeptanz erreicht hat

---

<sup>167</sup> *Davies/ Prentice*, Gower's Principles of Modern Company Law, 7<sup>th</sup> ed., London 1997, S. 811.

<sup>168</sup> *Farrar/Hannigan*, Farrar's Company Law, 14<sup>th</sup> Ed., London-Edinburgh-Dublin 1998, S. 608.

<sup>169</sup> In jedem Fall ist unabhängig davon für das Wirksamwerden des Angebots eine Annahmeschwelle von 50% der stimmberechtigten Aktien vorgeschrieben (City Code Rule 10).

<sup>170</sup> *Than*, FS Claussen 1997, S: 405 (411).

<sup>171</sup> *Morse*, Charlesworth & Morse Company Law, 14th ed. London 1991, S. 871.

(sec. 429(3) CA). Dem tut genug, wenn ihm Angebot von Anfang an darauf hingewiesen wurde, dass von dem Auskaufrecht Gebrauch gemacht wird.<sup>172</sup> Parallel ist eine Kopie dieser Notice an die Zielgesellschaft zu übersenden zusammen mit der Erklärung, dass die Voraussetzungen des Squeeze-out erfüllt worden sind (sec. 429(4) CA). Diese Notice ist als eine Absichtserklärung (notice of intention to acquire the shares) zu qualifizieren.<sup>173</sup> Der Erwerb erfolgt zum Preis und auf den Bedingungen aus dem Übernahmeangebot (sec. 430(2) CA). Das beruht darauf, dass der Gesetzgeber davon ausgeht, dass die positive Antwort von 90% der betroffenen Aktionäre auf Angemessenheit und Fairness der Abfindung überzeugend hinweist.<sup>174</sup> Wenn im Rahmen des Übernahmeangebots die Aktionäre der Zielgesellschaft die Wahl hatten, als Abfindung cash oder Aktien zu beziehen, müssen sie ebenfalls vor gleichen Alternative gestellt werden (sec. 430(3) CA).<sup>175</sup> Die Entscheidung betreffend der Abfindungsform muss den Aktionären innerhalb von weiteren sechs Wochen treffen.<sup>176</sup> Ebenfalls sechs Wochen seitdem die Notice nach sec. 429(4) CA über die Übernahme bekannt gemacht wurde,<sup>177</sup> ist der Bieter verpflichtet unverzüglich nochmals eine Kopie der Notice an die Zielgesellschaft zu übersenden sowie den Betrag der Abfindung auf sie zu zahlen, bzw. die als Abfindung angenommenen Aktien zu übertragen (sec. 430(5) CA).<sup>178</sup> Die Abfindungsleistung wird von der Zielgesellschaft treuhänderisch gehalten (kept on trust) - (sec. 430(9) CA)<sup>179</sup> und zwar auf einem Sonderkonto (sec. 430(10) CA). Die Leistung wird zwölf Jahre lang für die unbekanntenen Aktionäre

---

<sup>172</sup> *Than*, FS Claussen 1997, S: 405 (412).

<sup>173</sup> *Farrar/Hannigan*, *Farrar's Company Law*, 14<sup>th</sup> Ed., London-Edinburgh-Dublin 1998, S. 608.

<sup>174</sup> Siehe auch die Argumentation in der Begründung des Regierungsentwurfs – BT zu § 327b Abs. 1 AktG-E (S. 183).

<sup>175</sup> *Davies/ Prentice*, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 7<sup>th</sup> ed., London 1997, S. 808.

<sup>176</sup> *Morse*, *Charlesworth & Morse Company Law*, 14th ed. London 1991, S. 871.

<sup>177</sup> Das gilt, soweit die compulsory acquisition nicht vom Gericht angeklagt wurde (sec. 430C(2) CA). Das Angreifen bedeutet freezing of the compulsory acquisition process; vgl. *Morse*, *Charlesworth & Morse Company Law*, 14th ed. London 1991, S. 872.

<sup>178</sup> *Morse*, *Charlesworth & Morse Company Law*, 14th ed. London 1991, S. 872.

<sup>179</sup> *Farrar/Hannigan*, *Farrar's Company Law*, 14<sup>th</sup> Ed., London-Edinburgh-Dublin 1998, S. 608; *Than*, FS Claussen 1997, S: 405 (413).

gehalten. Nach dieser Zeit verfehlt dieser Betrag zugunsten des zuständigen Gerichts (sec. 430(11) CA).<sup>180</sup>

Jeder auszuschließende Aktionär kann die mandatory acquisition gerichtlich überprüfen lassen, um auf diese Weise den Squeeze-out zu verhindern (order that the offeror shall not be entitled and bound to acquire the shares) oder seine Bedingungen revidieren zu lassen (specify terms of acquisition different from those of the offeror). Die shareholders müssen dabei die Frist von sechs Wochen<sup>181</sup> einhalten (sec. 430C(1) CA). Solange die gerichtliche Entscheidung vorschwebt, ist kommt der Zwangserwerb nicht zustande (Sperrwirkung).<sup>182</sup> Der Aktionär (Antragsteller) ist dabei prozessual begünstigt, indem er keine Verfahrenskosten zu tragen hat, es sei den, dass der Antrag unnötig, ungeeignet oder missbräuchlich<sup>183</sup> war oder sich bei Antragsstellung ungerechtfertigte und unangemessene Verzögerungen feststellen lassen (sec. 430C(4) CA). Diese Bestimmung ermutigt die Aktionäre von ihrem Recht Gebrauch zu machen.<sup>184</sup> Wie bereits erwähnt, ist der richterliche Eingriff relativ weitgehend möglich. Im Gegenteil zum früheren Recht<sup>185</sup> ist das Gericht in der Lage nicht nur die compulsory acquisition zu unterbinden (sec. 430C(1)(a) CA) sondern auch seine Bedingungen abweichend bestimmen (sec. 430C(1)(b) CA). Dem Antrag der Aktionäre wird stattgegeben, wenn das Gericht zur Schlussfolgerung kommt, the compulsory acquisition would be unfair. Die Darlegungs- und Beweislast liegt bei den Antragsstellern.<sup>186</sup> Der onus probandi kann den widersprechenden Aktionären besonders schwer fallen. Die Annahme des Angebots von 90% der Aktionäre stellt ein prima-facie-Beweis dafür, dass der Übernahmepreis

---

<sup>180</sup> *Morse*, Charlesworth & Morse Company Law, 14th ed. London 1991, S. 872; *Than*, FS Claussen 1997, S: 405 (413).

<sup>181</sup> Das ist die gleiche Frist, nach Ablauf welcher der Bieter unverzüglich nochmals die Kopie der Notice und die Abfindungsleistung auf die Zielgesellschaft zu übertragen hat - (sec. 430(5) CA).

<sup>182</sup> Sec. 430C(2) CA.

<sup>183</sup> "Unnecessary, improper or vexatious".

<sup>184</sup> *Davies/ Prentice*, Gower's Principles of Modern Company Law, 7<sup>th</sup> ed., London 1997, S. 811.

<sup>185</sup> Nach sec. 248 CA 1948 konnte das Gericht lediglich den Squeeze-out als unzulässig erklären, nicht aber auf dessen Inhalt Einfluss nehmen; siehe *Than*, FS Claussen 1997, S. 405 (415).

<sup>186</sup> *Than*, FS Claussen 1997, S. 405 (415); *Farrar/Hannigan*, Farrar's Company Law, 14<sup>th</sup> Ed., London-Edinburgh-Dublin 1998, S. 608.



und die Bedingungen angemessen sind. Das gleiche gilt, wenn sich die Abfindung am Börsenkurs orientiert.<sup>187</sup> Der Antragssteller muss in diesen Situationen beweisen, dass trotz Vorliegen des prima-facie-Beweises, Gründe gegeben sind, die die Maßgeblichkeit dieser Umstände in Frage stellen.<sup>188</sup> Die Last, die Fairness der compulsory acquisition zu beweisen wird auf den Bieter geschoben, wenn es unterlassen wurde, die nach dem City Code zu veröffentlichende Informationen ordnungsgemäß bekannt zu machen.<sup>189</sup>

Als Gegenstück zu der *compulsory acquisition* steht der Minderheit das Recht zu, vom Mehrheitsaktionär den Erwerb seiner Aktien zu verlangen – (*right of minority shareholder to be bought out by offeror*).<sup>190</sup> Die Voraussetzungen sind ähnlich wie beim Squeeze-out, dahingehend aber gelockert, dass auf die 90% Beteiligungsschwelle und nicht auf die Akzeptanzschwelle abgestellt wird. Anders gesagt werden auch die schon vorher vom Bieter gehaltenen Aktien mitberücksichtigt.<sup>191</sup> Durch dieses Austrittsrecht wird die Möglichkeit der *compulsory acquisition* balanciert. Ähnlich wie die hinauszudrängende Aktionäre bei der *compulsory acquisition* kann der Bieter im Falle des Gebrauchsmachens vom Austrittsrecht einen Antrag auf gerichtliche Überprüfung der Erwerbsbedingungen nach sec. 430C(3) CA stellen.

Am Ende empfiehlt es sich die Schilderung der Rechtslage in England zusammenzufassen. Ganz anders als andere hier dargestellten Gesetzgebungen, knüpft die britische Regelung nicht an Beteiligungs- oder Stimmrechtsquote, sondern an den Erfolg des Übernahmeangebots. Dieses Angebot muss sich auf alle außenstehenden Aktien erstrecken und von 90% der Adressaten angenommen werden wobei in begründeten Ausnahmefällen (etwa unausfindige Aktionäre) von dieser Voraussetzung (90-prozentige Annahmequote) richterlich abgewichen werden kann. Der vorausgegangene

---

<sup>187</sup> *Morse*, Charlesworth & Morse Company Law, 14th ed. London 1991, S. 873; *Than*, FS Claussen 1997, S. 405 (415).

<sup>188</sup> Als akademisches Beispiel gilt der Fall *Re Bugle Press Ltd* ([1961] Ch 270, [1960] 3 All ER 791, CA), wo die vorausgesetzten 90% der Aktien von zwei Aktionären übertragen wurden, die zugleich alle Aktien der Bietergesellschaft gehalten haben; siehe *Morse*, Charlesworth & Morse Company Law, 14th ed. London 1991, S. 874.

<sup>189</sup> *Re Chez Nico (Restaurant) Ltd*. [1992] BCLC 192, [1991] BCC 736.

<sup>190</sup> Sec. 430A CA.

<sup>191</sup> *Than*, FS Claussen 1997, S. 405 (413).

Übernahmeangebot stellt also einerseits die Squeeze-out-Voraussetzung, andererseits Abfindungsermittlungsmethode dar. Die Maßnahme wird durch einseitige Erklärung (notice) des Hauptaktionärs/des Bieters durchgeführt. Für die Nachprüfung steht der Weg des gerichtlichen Verfahrens offen. Der Minderheitsaktionär kann sowohl die Zulässigkeit der Maßnahme als auch ihre Bedingungen (Abfindungshöhe) gerichtlich nachprüfen lassen. Andererseits steht den Minderheitsaktionären das Austrittsrecht zu.

### 3.5. Italien

Das italienische Recht sieht ebenfalls eine Squeeze-out-Regelung vor. Sie ist im Rahmen des Übernahmerechts zu finden. Die erstmals als Selbstregulierungsmaßnahme<sup>192</sup> nachher und heute aber als Gesetz<sup>193</sup> geltende italienische Kodifikation des Übernahmerechts findet sich heute im neuen Börsengesetz aus dem Jahre 1998 – *Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (Testo Unico della Finanza*, im Folgenden TU)<sup>194</sup> sowie in einer von CONSOB<sup>195</sup> erlassener Ausführungsverordnung - *Regolamento Emittenti*.<sup>196</sup>

Der Squeeze-out (*diritto di acquisto*) ist in Art. 111 TU vorgesehen. Die Vorschrift enthält drei Absätze, die die Voraussetzungen des Squeeze-out vorschreiben (Art 111 Abs. 1 TU), die Regeln der Bestimmung des Erwerbspreises festlegen (Art 111 Abs. 2 TU) und schließlich den Moment des Wirksamwerdens der Transaktion bestimmen (Art 111 Abs. 1 TU).

---

<sup>192</sup> *Codice di Comportamento per le offerte pubbliche di acquisto di titoli del Comitato direttivo degli agenti di cambio della Borsa Valori di Milano* vorbereitet von Mailänder Börsenmaklerausschuss im Jahre 1971.

<sup>193</sup> Erstmals und fragmentarisch gesetzlich geregelt im Jahre 1974 (Gesetz Nr. 216/1974 vom 7.6.1974). Erneut kodifiziert in 1992 (Gesetz Nr. 149/1992 vom 18.2.1992); dazu siehe *DiemerHasselbach*, NZG 2000, S. 824; *Kindler* [in:] *Hommelhoff/Hopt/Lutter* (Hrsg.), Konzernrecht und Kapitalmarktrecht 2001, S. 121 (142-143).

<sup>194</sup> Gesetz Nr. 58/1998 vom 24.2.1998; aktualisierter Gesetzestext abrufbar im Internet unter [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>195</sup> *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* – die italienische Aufsichts- und Regulierungsbehörde für Börsenwesen und Finanzmärkte.

<sup>196</sup> Verordnung Nr. 11 520 vom 1.7.1998. Die aktualisierte Fassung erreichbar im Internet unter [www.consob.it](http://www.consob.it).

Nach dieser Regelung kann der Ausschluss der Rechtsminderheit erst und nur dann erfolgen, wenn ihm ein Übernahmeangebot sei es freiwilliges, sei es Pflichtangebot vorausgegangen war. Der Angebot muss auf Erwerb aller sich im Streubesitz befindenden Aktien gerichtet sein (*offerta totalitaria*).<sup>197</sup> Als weitere Voraussetzung gilt, dass von dem Hauptaktionär die Schwelle von 98% Beteiligung erreicht wird, wobei die stimmberechtigten Aktien maßgeblich sind. Die vorgeschriebene Schwelle muss infolge des von den außenstehenden Aktionären Positiv angenommenen Übernahmeangebots und nicht auf andere Weise erreicht werden (*a seguito di un'offerta pubblica*).<sup>198</sup> Des weiteren muss bei der Abgabe des Angebots ausdrücklich in der Angebotsurkunde darauf hingewiesen werden, dass beim Vorliegen der gesetzlichen Voraussetzungen, von dem Auskaufsrecht wird Gebrauch gemacht werden.<sup>199</sup> Die Ausübung des Auskaufsrechts kann ausschließlich innerhalb von vier Monaten erfolgen, anfangend vom Ablauf der Annahmefrist, die sich aus Übernahmeangebot ergeben hat (Art 111 Abs. 1 TU).

Die Abfindung der auszuschließenden Aktionäre also der Übernahmepreis wird von einem Sachverständigen festgelegt. Der Sachverständige wird von dem Präsidenten des Gerichts benannt, wo die Zielgesellschaft ihren Sitz hat. Bei der Preisbestimmung ist zu einem der Angebotspreis aus dem vorausgegangen Übernahmeangebot, zu anderem der Börsenkurs aus der letzten sechs Monaten zu berücksichtigen. (Art 111 Abs. 2 TU).

Aktienerwerb wird zu diesem Zeitpunkt wirksam, zu dem der Mehrheitsaktionär den festgesetzten Auskaufspreis bei einem Kreditinstitut hinterlegt und es der Zielgesellschaft mitgeteilt hat (Art 111 Abs. 3 TU).

Das italienische Recht sieht unmittelbar kein dem Auskaufsrecht gegenübergestelltes Austrittsrecht der Minderheit in Form eines Anspruchs auf Übernahme der Aktien von dem Hauptaktionär. Vielmehr wird dem Interesse der Minderheit dadurch Rechnung getragen, dass der Hauptaktionär nach Art. 108 TU zur Abgabe eines Angebots auf Übernahme sämtlicher stimmbe-

---

<sup>197</sup> Schmid, AG 1999, S. 402 (411).

<sup>198</sup> Schmid, AG 1999, S. 402 (411); DiemerHasselbach, NZG 2000, S. 824 (830).

<sup>199</sup> DiemerHasselbach, NZG 2000, S. 824 (830).

rechtigter Aktien verpflichtet ist, sobald er die Beteiligungsschwelle von 90% überschreitet (*Offerta pubblica di acquisto residuale*).<sup>200</sup>

Wie sich aus der dargestellten Regelung ergibt, ist der gesetzliche Squeeze-out relativ strengen Schranken unterworfen. Zu einem ist er nur auf börsennotierte Gesellschaften beschränkt. Zu anderem ist er an Abgabe eines Übernahmeangebots geknüpft, der auf Erwerb sämtlicher verbleibenden Aktien gerichtet ist. Drittens wird eine sehr hohe Beteiligungsschwelle (98%) vorgeschrieben, wobei die stimmberechtigten Aktien maßgeblich sind. Die Durchführung setzt zwar keinen korporativen Akt in Form eines Hauptversammlungsbeschlusses vor, wohl aber im voraus erfolgte Ankündigung der Absicht, vom *diritto di acquisto* Gebrauch zu machen. Der Preis aus dem Übernahmeangebot ist zwar bei Festlegung der Abfindung zu berücksichtigen, hat aber keine zwingend determinierende Wirkung.

Es ist am Rande zu erwähnen, dass die Squeeze-out-regelung nicht unwidersprüchlich angenommen wurde. Vielmehr hat man in der Doktrin auch Zweifel darüber erhoben, inwieweit derartige Eingriff in die Aktionärsposition noch verfassungskonform ist (Art 3 und 4 der Verfassung).<sup>201</sup>

### **3.6. Niederlande**

In Holland ist der gesetzliche Squeeze-out im Rahmen des Kapitalgesellschaftsrechts geregelt, das wiederum in Buch II des Bürgerlichen Gesetzbuches (*Burgerlijk Wetboek, Boek 2.*) zu finden ist.

Auffallend und bemerkenswert ist die Tatsache, dass in den Niederlanden die Abfindung kleiner Minderheitsinteressen (*uitkoop kleine minderheidsbe-  
langen*) nicht nur für Aktiengesellschaften (Art. 92a BW), sondern auch für die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (201a BW) vorgesehen ist. Die

---

<sup>200</sup> Von dieser Pflicht kann sich der Hauptaktionär freilassen, wenn er innerhalb von vier Monaten die ausreichende Fluktuation auf dem Markt gewährleistet.

<sup>201</sup> Siehe dazu unter Verweis auf italienische Literatur *Schmid*, AG 1999, S. 402 (411).

Regelung im Bezug auf beide Gesellschaftsformen erweist keine Unterschiede und ist zwar nicht durch Verweis allerdings identisch für beide Gesellschaftsformen erfasst.

Als Grenzwert hat man sich für die 95-prozentige Beteiligung an dem gezeichneten Kapital der Gesellschaft entschieden. Die solch einen Anteil repräsentierenden Aktien sollten von einem Aktionär/Anteilseigner oder aber zusammen von zwei oder mehreren Konzerngesellschaften gehalten werden (Art. 92a Abs. 1, Art. 201a Abs. 1 BW).

Der Auskauf wird im Wege der Klageerhebung eingeleitet. Die Klage ist gegen sämtliche auszuschließenden Minderheitsgesellschafter zu richten (Art. 92a Abs. 1, Art. 201a Abs. 1 BW). Über die Klage entscheidet in erster Instanz die Kammer für Unternehmenssachen von *gerechtshof te Amsterdam*. Gegen die gerichtliche Entscheidung steht ausschließlich der Rechtsmittel der Kassationsbeschwerde zu (Art. 92a Abs. 2, Art. 201a Abs. 2 BW). Über das Vorliegen der materiellen Squeeze-out-Voraussetzungen entscheidet das Gericht auf Antrag der betroffenen Minderheitsgesellschafter. Von Amtswegen wird das Vorliegen dieser Voraussetzungen in diesem Falle geprüft, in dem gegen einen oder mehrere Beklagte ein Versäumnisurteil ergeht (Art. 92a Abs. 3, Art. 201a Abs. 3 BW).

Es ist hervorzuheben, dass die Zulässigkeit des Squeeze-out auch gewisser sachlichen Kontrolle unterworfen wird. Gemäß der vagen Bestimmung des Art. 92a Abs. 4, Art. 201a Abs. 4 BW wird die Klage abgewiesen, wenn ein Beklagter trotz der Abfindung erheblichen materiellen Schaden erleiden würde. Dasselbe gilt für den Fall, wenn der Beklagte Inhaber einer Aktie ist, mit der die Satzung ein besonderes Recht bezüglich der Entscheidungsbefugnisse in der Gesellschaft verbindet oder ein Kläger gegenüber einem Beklagten auf sein Recht verzichtet hat. In allen diesen Situationen ist die Klage im Bezug auf alle und nicht nur auf denjenigen, bei dem einer der genannten Gründe auftritt abzuweisen (Art. 92a Abs. 4 Satz 1, Art. 201a Abs. 4 Satz 1 BW).

Die Gerichtsentscheidung, in der der Übernehmer dazu verurteilt wird, an diejenigen denen Aktien oder Anteile gehören, den Übernahmepreis (mit Zinsen) gegen Lieferung des unbelasteten Rechts auf die Aktien zu zahlen (Art. 92a Abs. 6, Art. 201a Abs. 6 BW), ist für den Squeeze-out zwar not-

wendig, mit der Erlangung der Rechtskraft bewirkt sie jedoch noch keinen Übergang der Anteile auf den Kläger. Dies geschieht erst mit der Zahlung des Übernahmepreises. Den Tag und Ort der Zahlung kündigt der Übernehmer den Inhabern der zu übernehmenden in einer landesweit verbreiteten Zeitung an außer dem Falle, dass er alle Anteilseigner und ihre Adressen kennt; im letzteren Fall ist eine schriftliche Mitteilung ausreichend (Art. 92a Abs. 7, Art. 201a Abs. 7 BW). Statt der Zahlung nach Art. 92a Abs. 6 und 7, Art. 201a Abs. 6 und 7 BW) kann der Übernehmer den Übernahmepreis hinterlegen, was ebenfalls Übergang der Anteile auf den Übernehmer bewirkt (Art. 92a Abs. 8, Art. 201a Abs. 8 BW).

Die Höhe des Übernahmepreises (Abfindung) wird von dem Richter festgelegt. Er kann sich dafür einen Bericht einholen, der von einem oder drei sachverständige Prüfer anzufertigen ist (Art. 92a Abs. 5, Art. 201a Abs. 5 BW).

Das niederländische Recht enthält darüber hinaus eine Regelung des Falles, wenn die Aktien mit Rechten Dritter (Pfandrechten, Nießbrauch) belastet werden. In diesen Fällen erwirbt der Übernehmer das Recht auf die Aktien (die Aktien) unbelastet, während die Pfandrechte und Nießbräuche auf die Abfindungsansprüche übergehen (Art. 92a Abs. 8, Art. 201a Abs. 8 BW).

Den unter den Tatbestand des Art. 92a, 201 a fallenden Minderheitsgesellschaftern steht kein dem Auskaufsrecht spiegelbildliches Austrittsrecht zu.

Zusammenfassend ist hervorzuheben, dass die niederländische Regelung – abweichend von allen anderen hier erläuterten Rechtsordnungen – den Squeeze-out nicht nur für Aktiengesellschaften, sondern auch aus – rechtsvergleichender Sicht ganz überraschend – für Gesellschaften mit beschränkter Haftung zulässt. Die Regelung für beide Gesellschaftsformen weist dabei gar keine Unterschiede auf. Die gesetzlich vorgeschriebene *Beteiligungsschwelle* beträgt 95%. Rechtstechnisch erfolgt der Squeeze-out im Wege einer gerichtlichen Entscheidung, ohne dass man die Hauptversammlung einbezieht. Das Gericht kann in bestimmten Fällen den Vorgang nicht gestatten (Klageabweisung). Gerichtlich wird auch die Abfindung festgesetzt. Bemerkenswert ist die Regelung des Falles, in dem die zu übernehmende Aktien mit Nießbrauchs- oder Pfandrechten belastet sind. Der Übernehmer

erwirbt die Aktien frei von Rechten Dritten, während die letzteren den Übergang ihrer Rechte auf den Abfindungsanspruch hinnehmen müssen. Die Aktionäre haben kein Austrittsrecht aus der Gesellschaft.

### **3.7. Polen**

Der gesetzliche Auskaufrecht (*przymusowy wykup akcji*) wurde in Polen zum ersten Mal<sup>202</sup> mit dem Inkrafttreten des neuen Handelsgesellschaften-gesetzbuches<sup>203</sup> am 1.1.2001 eingeführt. Der Gesetzgeber hat sich dabei vor allem auf dem holländischen aber auch belgischen und französischen Vorbild orientiert.<sup>204</sup>

Die Regelung des Squeeze-out<sup>205</sup> findet sich in Art. 418 k.s.h., der aber in verfahrensbezogenen Angelegenheiten sowie in Frage der Festlegung der Abfindungshöhe zum Teil auf Art. 416 und 417 k.s.h. verweist.

Gem. Art. 418 k.s.h. kann die Hauptversammlung mit der 9/10 Stimmenmehrheit den Beschluss über Zwangsauskauf der Minderheitsaktionäre fas-

---

<sup>202</sup> In der Gesetzesbegründung (*Soltysiński/Szajkowski/Szumański*, Uzasadnienie projektu ustawy – prawo spółek handlowych (Begründung des Gesetzesentwurfs – Recht der Handelsgesellschaften), *Studia Prawnicze* 1999, Heft 1-2, S. 143 (177) ist die von zwei Arten des Zwangsausschlusses und zwar (1) im Falle wesentlichen Änderung des Tätigkeitsgegenstands der Gesellschaft (Art. 416-417 ksh und (2) aus der Initiative des zu 90% beteiligten Mehrheitsgesellschafters – Squeeze-out (Art. 418 sowie wegen eines Verweises Art. 416-417). Tatsächlich neu ist nur die letztere Institution, während Ausscheiden von dissentierenden Minderheitsaktionären bereits nach altem Recht (kodeks handlowy vom 27.6.1934 – Art. 409) möglich war. Entgegen der Ausführungen des Gesetzesbegründung handelt es sich hierbei nicht – und darf sich auch nicht handeln – um Zwangsausschluss des Minderheitsaktionärs sondern um zu seinem Gunsten geschaffenes Austrittsrecht, auch wenn die Vorschrift nach Meinung des Verfassers der vorliegenden Arbeit falsch formuliert wurde und korrekturbedürftig ist.

<sup>203</sup> Ustawa Prawo spółek handlowych vom 15.9.2000.

<sup>204</sup> *Soltysiński/Szajkowski/Szumański*, Uzasadnienie projektu ustawy – prawo spółek handlowych, *Studia Prawnicze* 1999, Heft 1-2, S. 143 (177). Aus dem Vergleich der polnischen Regelung mit den Regelungen dreier in der Begründung genannten Länder, sowie aus Zusammenstellung der Squeeze-out-Ausgestaltung in Holland, Belgien und Frankreich kann man schlussfolgern, dass die Mitglieder der Kodifikationskommission schlicht und einfach die Länder genannt haben, von denen sie gewusst haben, dass es dort gesetzliche Squeeze-out-Regelung gibt. Anders formuliert ist die Feststellung berechtigt, dass lediglich die Leitidee, nicht aber die konkrete Ausgestaltung des Rechtsinstituts übernommen worden ist.

<sup>205</sup> Der Begriff Squeeze-out hat sich auch im polnischen Schrifttum als *terminus technicus* durchgesetzt; siehe etwa *Soltysiński/Szajkowski/Szumański*, Uzasadnienie projektu ustawy – prawo spółek handlowych, *Studia Prawnicze* 1999, Heft 1-2, S. 143 (177); *Niedzielska*, Wycisnięcie, czyli eliminacja mniejszościowych akcjonariuszy, *Rzeczpospolita* vom 11.5.2001; *Brycki*, Wyciskanie drobnych, *Rzeczpospolita* vom 2.7.2001.

sen. Keiner der auszuschließenden Aktionäre kann alleine mehr als zu 5% am Stammkapital der Gesellschaft beteiligt sein. Auf der Aktiven Seite, d.h. auf Seite des übernehmenden Mehrheitsaktionär kann bis 5 Personen auftreten, die insgesamt über 9/10 des Stammkapitals der Gesellschaft verfügen. Diese Bestimmung kann die Frage aufwerfen, ob es dabei 5 Aktionäre als rechtlich aussonderte Subjekte (etwa Mutter und bis 4 Tochter) oder 5 tatsächlich und nicht nur rechtlich nicht separate Subjekte. Die erste Interpretation ist als Richtig anzusehen.

Die Voraussetzungen des Squeeze-out wurden somit im polnischen Gesetz ganz anders erfasst, als es in den übrigen hier untersuchten Rechtsordnungen der Fall ist. Zu einem im Gegenteil zu sonstigen ausländischen Gesetzen und zu dem deutschen Entwurf, wo allgemein nur ein einziger Grenzwert festgelegt wurde, der für Mehrheitsaktionär als Mindest- und für die auszuschließende Minderheit als Höchstbeteiligungsschwelle (bzw. entsprechend Mindest- oder Höchststimmrechtsschwelle) gilt, finden sich im Art. 418 § 1 k.s.h. zwei Grenzwerte, und zwar Mindestbeteiligungsschwelle der Mehrheitsaktionäre (90%) und Höchstbeteiligungsschwelle bemessen für jeden einzelnen Minderheitsaktionär (5%). Bemerkenswert ist zu anderem, dass das polnische Gesetz beim Formulieren der Voraussetzungen, die an der Person der Minderheitsaktionäre erfüllt werden müssen, sowohl auf die Beteiligung am Stammkapital als auch auf Stimmrechte (Beschluss mit 9/10 Mehrheit) Bezug nimmt. Das ist aber in der Tat nur scheinbar so, und zwar wegen der Bestimmung des Art. 416 § 2 k.s.h., auf welches Art. 418 § 1 verweist und welches vorschreibt, dass bei der Beschlussfassung jede Aktie ein Stimmrecht gibt, ohne Stimmrechtsprivilegien und -einschränkungen. Nach dem Wortlaut des Art. 418 § 1 k.s.h. ist es nicht eindeutig, ob sämtliche Minderheit ausgekauft werden muss, oder ob es zulässig ist, nur die ausgewählten Aktionäre aus der Gesellschaft zu verdrängen. Ein Blick auf die Regelungen anderer Länder, insbesondere derjenigen, die in der Entwurfsbegründung erwähnt wurden, sollte zum Ergebnis führen, dass nur die gesamte Minderheit ausgekauft werden kann, nicht aber die einzelnen Minderheitsaktionäre. Dieser Interpretation steht auch nicht im Wege, dass der Gesetzgeber zwei Grenzwerte vorgesehen hat. Dadurch hat nämlich der Gesetzgeber einen relativ großzügigen Anwendungsbereich des Instituts und



die Anforderungen des Minderheitenschutzes unter einen Hut gebracht. Die Möglichkeit selektiver Auswahl der auszuschließenden Aktionären scheint allerdings in Art. 418 § 2 k.s.h. die Stütze zu haben. Nach dieser Vorschrift sollte der Hauptversammlungsbeschluss die dem Auskauf unterliegenden Aktien bestimmen. Daraus folgt, dass nicht zwingend alle sich in den Händen der Minderheit befindenden Aktien übernommen werden müssen. Vielmehr ist es möglich, gezielt bestimmte Aktionäre aus der Gesellschaft hinauszudrängen. Über diese Bestimmungen hinaus sollte der Hauptversammlungsbeschluss vorsehen, welche Aktionäre verpflichtet sind die Aktien zu übernehmen und wie die Aktien unter ihnen verteilt werden. Die Aktionäre, die die Aktien übernehmen und für den Ausschluss gestimmt haben, haften gesamtschuldnerisch für die Erfüllung der Abfindungsleistung (Art. 418 § 2 S. 2 k.s.h.).

Die ausscheidenden Aktionäre werden dann aufgefordert, ihre Aktien in der Gesellschaft zu hinterlegen (Art. 416 § 3 i.V.m. Art. 418 § 4 k.s.h.). Sind über die Aktien Aktienurkunden ausgegeben und werden diese nicht bis zum Ablauf der im Gesetz vorgesehenen Frist in der Gesellschaft hinterlegt, erfolgt der Erwerb durch Einziehung der alten (Art. 358 i.V.m. Art. 416 § 5 k.s.h.) und Ausgabe neuer Aktienurkunden (Art. 416 § 5 k.s.h.).

Auf den ersten Blick überraschend ist die Bestimmung des Art. 418 § 4 k.s.h., wonach die Vorschriften über Squeeze-out auf die Publikumsesellschaften nicht anwendbar sind. Das kann verwundern, besonders deswegen, weil in manchen Länder ganz genau umgekehrte Einschränkung vorgesehen wird, d.h. nur die Publikumsesellschaften können von dem Squeeze-out Gebrauch machen. Ähnliches wird von manchen Autoren für die künftige deutsche Regelung vorgeschlagen.<sup>206</sup> Die erwähnte Einschränkung des Anwendungsbereichs der polnischen Squeeze-out-Regelung war allerdings in früheren Stadien der Arbeit an dem Gesetzesentwurf nicht vorhanden.<sup>207</sup> Nach einer ausdrücklichen und überzeugenden Begründung derartigen Einschränkung ist es in Gesetzesbegründung sowie in der erschienen Literatur

---

<sup>206</sup> So *Habbersack*, ZIP 2001, S. .... (....).

<sup>207</sup> Siehe die Fassung des Art. 418 vom 27.1.1999, abgedruckt in *Prawo Spółek* 1999 Nr. 3, S. 2 (38).

vergeblich zu suchen. In der knappen Begründung kann man nur nachlesen, dass der Institut des Squeeze-out der Erleichterung von Umwandlungen der offenen in die geschlossenen, bzw. Familienaktiengesellschaften dienen soll.<sup>208</sup> Diese Begründung ist aber besonders aussageschwach, weil sie sich zu einem auf den Squeeze-out in allgemeinen und nicht auf die fragliche Bestimmung bezieht und zu anderem, weil sie schon vor der Einführung des Art. 418 § 4 so formuliert war, und dabei auch geblieben ist. In diesen Umständen empfiehlt es sich entweder die Begründung für derartige Bestimmung zu konzipieren, oder die Plausibilität der Regelung zu verneinen.

Zuerst ist anzumerken, dass es nicht übersehen werden darf, dass nach der Durchführung eines Squeeze-out egal ob man die Zulässigkeit dieser Maßnahme von der Börsennotierung abhängig macht die Gesellschaft selbstverständlich eine geschlossene, private Gesellschaft sein wird. Zeitlich wird also Delisting entweder dem Squeeze-out vorausgehen (manchmal erheblich) ihm folgen (anschließend erfolgen) oder mit ihm zusammentreffen. Im Lichte betrachtet kann Art. 418 § 4 k.s.h. so ausgelegt werden, dass die polnische Regelung nur die erste Konstellation, d.h. zuerst Delisting anschließend Squeeze-out zulässt. So wirft sich aber die Frage auf, ob die unmittelbare zeitliche Nähe bei der Durchführung beider Maßnahmen, so dass sie wirtschaftlich als ein Vorgang zu betrachten wären, nicht dem ausdrücklichen gesetzlichen Verbot zuwiderläuft. Diese Frage sollte verneint werden. Es gibt hier nämlich kein schutzbedürftiges Interesse, das das Vorliegen des Gesetzesumgehungen begründen würde. Der Auffassung, dass auf die Erwägung, ob ein schutzbedürftiges Interesse vorliegt zu verzichten sei, weil der Gesetzgeber die Entscheidung bereits getroffen hat, ist entgegenzuhalten, dass mangels ersichtlichen Gründen für Einschränkung der Squeeze-out-Zulässigkeit ist diese Einschränkung restriktiv zu verstehen. Die fragliche Bestimmung ist somit so zu verstehen, dass der Gesetzgeber die Gesellschaft – falls sie eine Publikumsgesellschaft ist – zuerst auf den Weg des Delisting lenken will, und nicht generell den Anwendungsbereich auf die privaten Gesellschaften einschränkt. Anders formuliert ist die formelle und nicht materielle Einordnung als Publikumsgesellschaft tatbestandsmäßig, so

---

<sup>208</sup> *Soltysiński/Szajkowski/Szumański*, Uzasadnienie projektu ustawy – prawo spółek handlowych, *Studia Prawnicze* 1999, Heft 1-2, S. 143 (177).

dass im Ergebnis der Art. 418 § 3 k.s.h. für die Frage des Verfahrens und nicht die des Anwendungsbereichs relevant ist.

Diese Schlussfolgerungen geben den Anlass, um in die Regelung des going private einen Blick zu werfen. Hierbei ist der Art. 86 p.o p.o.p.w.<sup>209</sup> einschlägig. Nach dieser Regelung kann die Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG)<sup>210</sup> auf Antrag des Emittenten die Wertpapiere vom öffentlichen Verkehr zurückziehen. Der Antragsstellung muss die Hauptversammlung des Emittenten zustimmen und zwar mit der 4/5 Mehrheit der abgegebenen Stimmen. Die Hauptversammlung muss nach Art. 400 k.s.h. d.h. auf Verlangen von Aktionären, die mindestens 1/10 des Grundkapitals halten einberufen werden. Den Beschluss über Antrag auf Zurückziehung der Wertpapiere von dem öffentlichen Handel können sie nur dann in der Tagesordnung platzieren, wenn sie vorher ein öffentliches Übernahmeangebot nach den Vorschriften über Pflichtangebot (Art. 151-153, 155-157 p.o p.o.p.w. sowie Ausführungsverordnung vom 24.11.1998) unterbreitet hat. Somit ist die Zulässigkeit der Squeeze-out-Durchführung in einer Publikumsgesellschaft an das Unterbreiten eines öffentlichen Übernahmeangebots und anschließend Delisting<sup>211</sup> angeknüpft. Die Rationalität einer solchen Ausgestaltung des Squeeze-out für Publikumsgesellschaften ist kaum ersichtlich. Außer den allgemeinen Bedenken, die der Verfasser der vorliegenden Arbeit im Hinblick auf die Anknüpfung der Zulässigkeit der Squeeze-out-Durchführung an ein vorausgegangenes Übernahmeangebot anmeldet, entstehen gewisse Komplikationen bei der Festlegung der Barabfindungshöhe, was ohnehin schon nicht eindeutig erscheint. Darüber hinaus ist es nicht zu verstehen, warum der Minderheit ein Austrittsrecht für diesen Fall gewährleistet werden soll, wenn sie sowieso demnächst aus der Gesellschaft auszuschneiden hat.

Rechtstechnisch verweist der Art. 418 § 3 k.s.h. in Fragen der Abfindungsbestimmung und -zahlung auf Art. 417 §§ 1-3 k.s.h., der den Auskauf der

---

<sup>209</sup> Gesetz vom 21.8.1997 Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. 97.118.754) – (Gesetz über öffentlichen Wertpapierverkehr).

<sup>210</sup> Polnische Wertpapierhandel- und Börsenaufsichtsbehörde.

<sup>211</sup> Erfolg des Übernahmeangebots ist für die Entscheidung des KPWiG über Delisting irrelevant. Es handelt sich lediglich, um die Gewährung der außenstehenden Aktionären eines Austrittsrechts, was mittels Mindestpreisbestimmung für das Angebot (Art. 155 p.o p.o.p.w.) erreicht wird.

Aktien im Falle der wesentlichen Änderung des Unternehmensgegenstands regelt. Nach Art. 417 § 1 k.s.h. gelten für die Festlegung der Abfindung unterschiedliche Regeln, abhängig davon, ob die zuübernehmende Aktien auf einem organisierten Markt gehandelt werden. Ist das der Fall, so erfolgt die Übernahme zu dem durchschnittlichen Börsenkurs. Der für die Errechnung des Durchschnittskurses maßgebliche Zeitraum beträgt die letzten drei Monate vor der Beschlussfassung. Für Aktien die nicht auf einem organisierten Markt gehandelt werden, wird der Preis von einem sachverständigen Prüfer festgelegt. Es wirft sich die Frage auf, wie diese für den Austrittsrecht gedachte Regelung nun auf den Squeeze-out anzuwenden ist, und zwar im Hinblick auf die in Art. 418 k.s.h. formulierten Verbot des Zwangsauskauf in Publikumsgesellschaften. In diesem Falle ist zu entscheiden, ob es der durchschnittliche Kurs aus den letzten drei Monaten der Börsennotierung<sup>212</sup> oder aber der sich aus dem Bericht des sachverständigen Prüfers ergebende Wert der Aktien, für die Festlegung der Abfindung maßgeblich ist. Des weiteren ist zu klären – und hier steckt die bereits oben angesprochene Komplizierung – welche Rolle dem Preis aus dem vorausgegangenen Übernahmeangebot (Art. 86 Abs. 3 i.V.m. Art. 151 ff. p.o p.o.p.w.) beizumessen ist. Dieser Zweifel, den die Wahl zwischen drei verschiedenen Werten (Preis ermittelt von einem sachverständigen Prüfer, durchschnittliche Börsenpreis, Preis aus dem Übernahmeangebot<sup>213</sup>) bereitet sollte zugunsten der ausscheidenden Minderheitsaktionäre entschieden werden. Am besten stehen sie wohl dann, wenn man dem sachverständigen Prüfer die Ermittlung des Übernahmepreises überlässt. So werden auch die Unklarheiten vermieden, die die entsprechende Anwendung der Vorschriften über Preisermittlung für an der Börse gehandelten Aktien mit sich bringen würde (Zeitpunkt von welchem die für den Durchschnittskurs maßgeblichen drei Monate der zu rechnen wären). Darüber hinaus stimmt diese Auslegung mit der bereits oben für Art. 418 § 4 k.s.h. vorgeschlagenen, wonach die Be-

---

<sup>212</sup> So ein Zeitraum wurde sich aus der entsprechenden Anwendung des Art. 417 § 1 k.s.h. ergeben, denn zum Zeitpunkt der Beschlussfassung über Squeeze-out-Durchführung die Papiere nicht mehr auf der Börse notiert werden.

<sup>213</sup> Für die Festlegung des Angebotspreises ist Art. 155 p.o p.o.p.w. einschlägig. Diese Vorschrift besagt, dass der Angebotspreis den durchschnittlichen Börsenkurs in den letzten 6 Monaten und zugleich den Preis, den der Bieter innerhalb der letzten 12 Monaten für die Aktien gezahlt hat nicht unterschreiten darf. Somit handelt sich hier um einen anderen Bezugswert als in Art. 417 § 1 k.s.h.

zeichnung „Publikumsgesellschaft“ formell zu verstehen ist. Um Unstimmigkeiten zu vermeiden sollte man daran bleiben, dass die einst Publikumsgesellschaft nun eine private ist und dementsprechend ihre zu übernehmende Aktien von einem sachverständigen Prüfer bewertet werden sollen. Ergänzend können die anderen Bemessungsgrundlagen (Art. 417 § 1 Halbsatz 1 k.s.h. und Art. 155 p.o p.o.p.w.) die Mindesthöhe der Abfindung festsetzen.

Der Beschluss über Squeeze-out kann wie andere Beschlüsse der Hauptversammlung mit einer Anfechtungsklage angegriffen werden. Diese kann aber nicht auf der Unangemessenheit der Abfindung gestützt werden. Das folgt zwar nicht direkt aus dem Gesetzeswortlaut, lässt sich aber aus dem Umstand herleiten, dass im Beschluss selbst keine Bestimmungen betreffend der Abfindungshöhe enthalten sind. Der einzige Faden, wonach man noch vor den Richter erlangen kann, ist der Verweis des Art. 417 § 1 Satz 3 k.s.h., der u.A. entsprechende Anwendung von Art. 312 § 8 k.s.h. vorschreibt. Wie Art. 312 § 8 k.s.h. entsprechend anzuwenden ist, ist alles andere als klar. Diese Vorschrift betrifft nämlich die Sachgründung. Sie sieht vor, dass im Falle der Meinungsverschiedenheiten zwischen den Gründern und dem sachverständigen Prüfer hat den Streit das Gericht zu entscheiden und zwar auf Antrag der Gründer. Das Gericht kann in begründeten Fällen einen neuen Prüfer bestellen. Beim Squeeze-out gibt es allerdings keine Gründer, stattdessen aber zwei andere Parteien, die keine Äquivalente in Art. 312 § 8 k.s.h. haben. Ähnlichkeit besteht eigentlich nur daran, dass es ein Interesse besteht, die Bewertung (ebenfalls unterschiedlicher Gegenstände) gerichtlichen Kontrolle unterwerfen zu können. Wenn man jetzt die beiden Konstellationen vergleicht stellt man folgendes vor: Im Ausgangsfall (Sachgründung) besteht dieses Interesse auf Seite der Gründer und der potenzieller Gläubiger. Aus technischen Gründen (sonst musste man actio popularis gestatten) können theoretisch nur die Gründer ihr Interesse durchsetzen und diese Möglichkeit stellt ihnen Art. 312 § 8 k.s.h. auch zur Verfügung. Demgegenüber wäre es im Falle des Squeeze-out machbar, sowohl den ausscheidenden Minderheitsaktionären als auch dem Hauptaktionär zu ermöglichen, einen entsprechenden Antrag auf gerichtliche Nachprüfung der Barabfindung zu stellen. In dem entsprechen anwendbaren Art. 312 § 8 k.s.h. ist al-

lerdings nur eine Partei antragsberechtigt wobei sie keine direkte Ähnlichkeit zu den am Squeeze-out Beteiligten aufweist. Wenn man aber schon zu entsprechenden Anwendung des Art. 312 § 8 k.s.h. „gezwungen“ ist, und zwar nicht nur durch den gesetzlichen Verweis, sondern auch durch das verfassungsrechtlich begründetes (Art. 21 Abs. 2 von Konstytucja RP) Gebot ist daran festzuhalten, dass Art. 418 § 3 i.V.m. Art. 417 § 1 *in fine* und Art. 312 § 8 k.s.h. es den ausscheidenden Aktionären erlaubt, Antrag auf gerichtliche Nachprüfung der Barabfindung zu stellen. Zur Frage der Frist für die Antragstellung findet sich keine gesetzliche Bestimmung.

Das polnische Recht sieht kein dem Zwangsauskauf spiegelbildliches Austrittsrecht der Minderheitsaktionäre.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass das polnische Recht sehr originell und den Praxisanforderungen gerecht zwei Grenzwerte vorsieht; Mindestgrenzwert für den Hauptaktionär und Höchstschwelle für die Minderheitsaktionäre. Der Ausschluss bedarf eines Hauptversammlungsbeschlusses. Der Erwerb nicht vorgelegten Aktien erfolgt – soweit sie beurkundet sind – im Wege der Einziehung alter und Ausgabe neuer Urkunden. Handelt es sich um eine Publikumsgesellschaft, ist der *przymusowy wykup akcji* im Ergebnis erst nach vorausgegangenem Kaufangebot und Delisting möglich.

Aus der durchgeführten Analyse ergibt sich klar, dass Art. 418 § 4 k.s.h., der besagt, dass der Squeeze-out auf Publikumsgesellschaften keine Anwendung findet, ein gesetzgeberischer Unglück ist. Rechtspolitisch lassen sich für die Einschränkung des Anwendungsbereichs keine Vernünftige Argumente vorführen. Wenn man aber wie Verfasser vorliegender Arbeit den Squeeze-out auch für (materiell) Publikumsgesellschaften zulassen will, zwingt diese Regelung nur unnötigen Aufwand auf, ohne dabei irgendwelche Schutzfunktion zu erfüllen. Der Gesetzgeber sollte dazu aufgefordert werden, bei nächstmöglicher Gelegenheit den Art. 418 § 4 k.s.h. zu streichen. Dringend korrekturbedürftig sind auch die Vorschriften betreffend der Bemessung und – ganz besonders – der gerichtlichen Nachprüfung der Barabfindung.

### 3.8. Schweiz

„Sang- und klangloser“<sup>214</sup> Ausschluss der Kleinminderheit ist neuerdings auch nach dem schweizerischen Recht möglich. Die gesetzliche Squeeze-out-Regelung stellt dort einen Teil des Kapitalmarktrechts dar und ist im neuen Börsengesetz (BEHG)<sup>215</sup> enthalten.<sup>216</sup> Einschlägig sind darüber hinaus auch die Vorschriften des Ausführungsaktes, der auf BEHG gestützt ist, und zwar der Börsenverordnung (BEHV)<sup>217</sup>.

Der Kern der Squeeze-out-Regelung findet sich in Art. 33 BEHG. Diese Vorschrift ist mit der Überschrift „Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere“ versehen, was in schweizerischen Fachsprache *Terminus technicus* für den Squeeze-out ist. Diese Wahl mag verwundern. Zu einem wird dabei terminologisch an die dem Obligationsrecht bekannte Kraftloserklärung angeknüpft, die zugunsten des Wertpapiereigentümers, der seine Urkunde verloren hat vorgenommen wird. Demgegenüber ist die Kraftloserklärung nach Art. 33 BEHG keine Rechtswohlthat zugunsten des Aktionärs sondern sie zielt darauf, die Minderheit gegen ihrem Willen aus der Gesellschaft auszuschließen.<sup>218</sup> Zu anderem bezieht sich der für das Institut des Squeeze-out gewählte Terminus alleine auf die rechtstechnische Abwicklung des Vorgangs, während die Kraftloserklärung in engerem Sinne offensichtlich nur Mittel zum Zweck ist.

Die relativ bündig erfasste Vorschrift des Art. 33 BEHG sieht zuerst vor, dass der Ausschluss erst nach dem vorausgegangenen Kauf- oder Tauschangebot<sup>219</sup> erfolgen kann, so dass der öffentliche Übernahmeangebot zu einer

---

<sup>214</sup> Böckli, Schweizer Aktienrecht, 2. Aufl. Zürich 1996, Rn. 1661s.

<sup>215</sup> Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG) vom 24. März 1995, in Kraft seit 1.2.1997 (erster Teil) und 1.1.1998 (zweiter Teil: Regelung der öffentlichen Übernahmeangebote einschließlich der hier zu besprechenden Kraftloserklärung); siehe Köpfl, SJZ 1998, S. 53. Aktualisierter Gesetzestext abrufbar im Internet unter: <http://www.copa.ch>.

<sup>216</sup> Allgemein zum schweizerischen Kapitalmarktrecht siehe etwa Dazu siehe Tuczka, Das öffentliche Übernahmeangebot im Kapitalmarkt der Schweiz [in:] Doralt/Novotny/Schauer (Hrsg.), Takeover-Recht, Wien 1997, S. 125 ff.; Nobel, WM 1996, S. 100 ff; Meier-Schatz (Hrsg.), Das neue Börsengesetz der Schweiz, Bern-Stuttgart-Wien, 1996.

<sup>217</sup> Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel (BEHV) vom 2. Dezember 1996. Im Internet abrufbar unter <http://www.copa.ch>.

<sup>218</sup> Köpfl, SJZ 1998, S. 53 (54).

<sup>219</sup> Die Kraftloserklärung ist zwar im 5. Abschnitt: öffentliche Kaufangebote geregelt, umfasst werden allerdings auch die vorausgegangenen öffentlichen Tauschangebote; vgl.

materiellen Zulässigkeitsvoraussetzung des Squeeze-out wird. Das folgt aus dem Wortlaut des Gesetzes („nach Ablauf des Angebotsfrist“) sowie aus der systematischen Einordnung der Squeeze-out-Regelung.<sup>220</sup> Des weiteren muss der Bieter über 98% von Stimmrechten der Zielgesellschaft verfügen. Um exakt zu sein muss die Schwelle von 98% nicht nur erreicht sondern um mindestens ein Stimmrecht überschritten werden.<sup>221</sup> Bezugsbasis ist die Gesamtheit im Handelsregister eingetragener Aktien.<sup>222</sup> Die Festsetzung der Schwelle auf 98% der Stimmrechte wird rechtspolitisch diskutiert und von manchen Autoren sowie den betroffenen Vertretern der Wirtschaft bestritten.<sup>223</sup> Die Kritiker weisen darauf hin, dass der Prozentsatz „willkürlich“ und festgelegt wurde, was „noch erklärungsbedürftig“ sei.<sup>224</sup> Manche Autoren haben sich für Festsetzung des Grenzwertes auf 90% bezogen aber auf Aktienkapital und nicht Stimmrechte ausgesprochen.<sup>225</sup> Schweizerischer Handels- und Industrie- Verein (Vorort) und die Schweizerische Bankvereinigung haben 95%-Stimmrechtgrenzwert vorgeschlagen.<sup>226</sup> Selbst die Expertengruppe zur Erarbeitung des BEHG sah ursprünglich 95 als Grenzwert vor.<sup>227</sup> Letztendlich ist der Gesetzgeber doch zum Schluss gekommen, dass 98% angemessener sind. Der hohe Grenzwert widerspiegelt die Zurückhaltung des Gesetzgebers, „einen Ausschluss des Aktionärs leichtthin zuzulassen“<sup>228</sup>. Das wurde vom großen Teil der Lehre begrüßt und als sachgerecht bezeichnet, und zwar im Hinblick auf Minderheitenschutz<sup>229</sup> und wegen des

---

*Köpfli*, SJZ 1998, S. 53, 59-60; *Schiltknecht* [in:] *Vogt/Watter* (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel 1999, Art. 33 Rn. 7.

<sup>220</sup> *Schiltknecht* [in:] *Vogt/Watter* (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel 1999, Art. 33 Rn. 7.

<sup>221</sup> Das ergibt sich aus dem Gesetzeswortlaut“ über mehr als 98% der Stimmrechte“; vgl. *Kunz*, SZW 1999, S. 181 (186).

<sup>222</sup> *Köpfli*, SJZ 1998, S. 53 (60); *Kunz*, SZW 1999, S. 181 (186); *Schiltknecht* [in:] *Vogt/Watter* (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel 1999, Art. 33 Rn. 8.

<sup>223</sup> Übersicht der Gegner und Befürworter einschließlich Fundstellen bei *Kunz*, SZW 1999, S. 181 (186) sowie *Köpfli*, SJZ 1998, S. 53 (60).

<sup>224</sup> *Nobel*, SZW 1991, S. 202 (203).

<sup>225</sup> Nachweise bei *Kunz*, SZW 1999, S. 181 (186), Fn. 64. Für die Schwelle von 90% ohne aber zu präzisieren, ob bezogen auf Stimmrechte oder Aktienkapital auch *Gruber*, Die Pflicht zum Übernahmeangebot im neuen Börsengesetz, Zürich 1996, S. 81

<sup>226</sup> Siehe Art. 6 des OPAG-Vorschlags vom 17. Januar 1992 (abgedruckt bei *Gruber*, Die Pflicht zum Übernahmeangebot im neuen Börsengesetz, Zürich 1996, S. 152 ff.), an welches sich im übrigen die Fassung des Art. 33 BEHG stark angelehnt hat.

<sup>227</sup> *Kunz*, SZW 1999, S. 181 (186).

<sup>228</sup> *Köpfli*, SJZ 1998, S. 53 (60).

<sup>229</sup> *Kunz*, SZW 1999, S. 181 (186).



Enteignungscharakters der Maßnahme<sup>230</sup>. Demgegenüber weist man aber darauf hin, und das tun eben die Kritiker des vom Gesetzgebers angenommenen Grenzwerts, dass die außergewöhnlich<sup>231</sup> hoch festgelegte Schwelle oftmals trotz großem Zuspruch im Publikum nicht erreicht werden konnte.<sup>232</sup> Die Einzelheiten der Berechnung der Stimmrechtschwelle sind in Art. 54 BEHV geregelt. Aus dieser Regelung ergibt sich, dass bei der Prüfung, ob der Grenzwert von 98% überschritten wurde, werden neben den vom Hauptaktionär direkt gehaltenen Aktien auch diejenigen mitberücksichtigt, deren Stimmrechte ruhen (Art. 54 lit. a BEHV)<sup>233</sup>. Nach dieser Regelung werden also dem Hauptaktionär auch die eigenen Aktien der Gesellschaft zuzurechnen.<sup>234</sup> Darüber hinaus stehen mit den vom Hauptaktionär direkt gehaltenen Aktien auch diejenigen, die er indirekt (etwa über die Tochter) oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten hält (Art. 54 lit. b BEHV). Das Gesetz äußert sich nicht zu der Frage, ob die vorgeschriebene Schwelle aufgrund der positiven Annahme des Angebots von den Streuaktionären erreicht werden muss oder durch die später erfolgten Zukaufe noch bewältigt werden darf. Anders gesagt, taucht bei der Lektüre von Art. 33 BEHG die Frage auf, ob das Kauf- bzw. Tauschangebot und seine Akzeptanz für das Überschreiten des gesetzlichen Grenzwertes von 98% kausal sein muss. Noch anders formuliert, bezieht sich die Frage darauf, bis wann der Hauptaktionär/Anbieter die gesetzliche Schwelle zu überschreiten haben muss: bereits nach (mit) Ablauf der Angebotsfrist oder bei der Klageeinrichtung.<sup>235</sup> Diese Frage ist in der Lehre umstritten. In Anbetracht der Uneindeutigkeit des Gesetzeswortlauts wurden drei verschiedenen Auslegungsvarianten vorgeschlagen. Die erste Meinung stellt auf den Zeitpunkt der Klage-

---

<sup>230</sup> *Schiltknecht* [in:] *Vogt/Watter* (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel 1999, Art. 33 Rn. 4.

<sup>231</sup> Für einen so hohen Grenzwert hat sich aus den hier untersuchten Länder nur Italien entschieden; siehe oben ....

<sup>232</sup> Vgl. *Gruber*, Die Pflicht zum Übernahmeangebot im neuen Börsengesetz, Zürich 1996, S. 80-81 mit Nachweisen aus der Praxis.

<sup>233</sup> Es handelt sich um die nicht ausübaren Stimmrechte.

<sup>234</sup> *Schiltknecht* [in:] *Vogt/Watter* (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel 1999, Art. 33 Rn. 8; Übernahmekommission (UEK), Mitteilung Nr. 3 der UEK vom 21.07.1997 betreffend die Kraftloserklärung der "restlichen Beteiligungspapiere" nach einem öffentlichen Kaufangebot, abrufbar im Internet unter [http://www.takeover.ch/intro\\_de.html?legaltexts/lbvm\\_de.html&3](http://www.takeover.ch/intro_de.html?legaltexts/lbvm_de.html&3); a.A. *Kunz*, SZW 1999, S. 181 (186-187).

<sup>235</sup> Die Kraftloserklärung erfolgt durch gerichtliche Entscheidung. Zu prozessualen Fragen siehe unten.

erhebung ab und behauptet, dass die Schwelle von 98% nicht zwingend im Rahmen des öffentlichen Übernahmeangebots überschritten werden müsse. Vielmehr sei es ausreichend, wenn die fehlenden Papiere nach Ablauf des Angebotsfrist und vor Klageeinrichtung noch auf dem Markt zugekauft werden.<sup>236</sup> Nach einer anderer Auffassung sei der Zeitpunkt der Ablauf der Angebotsfrist maßgeblich; der gesetzliche Grenzwert solle im Zuge der Andienung der Aktien beim öffentlichen Kauf- oder Tauschangebot und nicht durch spätere Zukaufe erreicht werden.<sup>237</sup> Die Vertreter dieser Auffassung wollen einen Indiz für diese Auslegung im Wortlaut des Gesetzes sehen.<sup>238</sup> Nach einer dritten Meinung sei diese Frage in jedem Einzelfall richterlich zu entscheiden sein, und zwar unter Berücksichtigung sämtlicher Umstände.<sup>239</sup> Dabei wird als die Stütze dieser Auffassung interessanterweise ebenfalls Gesetzeswortlaut herbeigerufen. Es wird nämlich auf die Unstimmigkeiten hingewiesen, die zwischen Art. 33 Abs. 1 BEHG („nach Ablauf der Angebotsfrist“) und Art. 54 lit. b BEHV („im Zeitpunkt des Gesuchs um Kraftloserklärung“) bestehen.<sup>240</sup> Als weitere Voraussetzung gilt, dass die Klage auf Kraftloseklärung der restlichen Beteiligungspapiere innerhalb von drei Monaten<sup>241</sup> nach Ablauf der Angebotsfrist<sup>242</sup> zu erheben ist. Im Schrifttum hat man über die ausdrücklich im Gesetzestext genannten Voraussetzungen noch eine weitere (vierte) formuliert; und zwar dass bis zur Urteilsverkündung die zu erwerbende Titeln börsennotiert bleiben (d.h. keine Dekotierung vor dem Urteil).<sup>243</sup> Der Vertreter dieser Meinung<sup>244</sup>, weist zu einem darauf

---

<sup>236</sup> So *Köpfl*, SJZ 1998, S. 53 (60).

<sup>237</sup> So *Kunz*, SZW 1999, S. 181 (187); *Schiltknecht* [in:] *Vogt/Watter* (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel 1999, Art. 33 Rn. 9.

<sup>238</sup> A.a.O. *Kunz* spricht sogar vom „klaren Gesetzeswortlaut“.

<sup>239</sup> Übernahmekommission (UEK), Mitteilung Nr. 3 der UEK vom 21.07.1997; zustimmend *Nobel*, SZW 1998, S. 37 (38).

<sup>240</sup> Vgl. *Nobel*, SZW 1998, S. 37 (38).

<sup>241</sup> Die Festlegung einer dreimonatiger Frist wurde in der Lehre kritisiert. Man hat vorgeschlagen, sie auf zwei Monate – wie es bei der Anfechtungsklage der Fall ist – zu verkürzen; so *Kunz*, SZW 1999, S. 181 (187).

<sup>242</sup> Genauer ist hier der Ablauf der Nachfrist maßgeblich (Art. 27 Abs. 2 BEHG); *Köpfl*, SJZ 1998, S. 53 (60 f.); *Schiltknecht* [in:] *Vogt/Watter* (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel 1999, Art. 33 Rn. 10.

<sup>243</sup> So *Kunz*, SZW 1999, S. 181 (187 f.).

<sup>244</sup> *Kunz* bezeichnet selbst seine Meinung als Mindermeinung. Fraglich ist nur, ob die herrschende Meinung der Meinung von *Kunz* gegenübergestellt werden kann, weil sie sich auf die Übergangsvorschrift des Art. 54 BEHG bezieht, worauf *Kunz* allerdings auch selbst hinweist. Vgl. zum Art. 54 BEHG die Ausführungen der UEK enthalten in der Mitteilung Nr. 3 der UEK vom 21.07.1997 die frühere Dekotierung zulässt; so auch *Nobel*, SZW 1998, S. 37 (38).

hin, dass mit dem Delisting nicht mehr von einer Publikumsgesellschaft die Rede sein könne, auf welche Rechtsform die Anwendbarkeit des Squeeze-out beschränkt ist, zu anderem dass die Möglichkeit der Veräußerung der Papiere auf dem regulierten Markt ein Austrittsrecht darstellt, worin ein Korrelat des Ausschlussrechts zu erblicken sei. Dem ersten Argument ist m.E. entgegenzuhalten, dass der Rückzug von der Börse und der Squeeze-out wirtschaftlich als Einheit zu betrachten sind, weil der Squeeze-out immer den Delisting subsumieren wird, so dass die Börsennotierung vor der Einleitung des Vorhabens (Squeeze-out) und nicht auf aller Ausübungsstufen als gesetzliche Voraussetzung anzusehen ist. Zu jenem, d.h. zu der Auffassung, Börsennotierung stelle ein Austrittsrecht der Minderheit dar ist zu folgendes zu sagen. Erstens hätte das Austrittsrecht für die Minderheit überhaupt dann noch Sinn, wenn der Hauptaktionär eine hohe Beteiligungs- bzw. Stimmrechtsschwelle erreicht hat, aber von seinem Recht die Minderheit auszuschließen keinen Gebrauch macht, obwohl er es potenziell konnte.<sup>245</sup> Hier scheidet die Minderheit ja sowieso aus, so dass ein zusätzliches Austrittsrecht überflüssig wäre. Zweitens gewährleistet die Börsennotierung keinerlei ein effektives Austrittsrecht und zwar wegen üblicherweise geringen Marktumsatz (geringe Fluktuation). Spätestens mit der Klageerhebung ist es doch klar, zu welchen Bedingungen die Übernahme erfolgt. Es ist in diesen Umständen nicht zu erwarten, dass jemand den Aktionär zu einem günstigeren Preis ausscheiden lässt.

Die Übernahme erfolgt zu dem Preis, der im öffentlichen Kauf- oder Tauschangebot angeboten war (Art. 33 Abs. 2 BEHG). Das Gesetz sieht keine abweichenden Preisbestimmungen vor.<sup>246</sup> Hier sind also die Regeln von Relevanz, die sich auf die Festlegung des Angebotspreises beziehen. So enthält der Art. 32 Abs. 4 BEHG die Regelung des Mindestangebotspreises.

---

<sup>245</sup> So ein Austrittsrecht sehen z.B. die Regelungen Frankreichs - Art. 5-6-1, 5-6-2 R<sup>è</sup>g.g<sup>én</sup>.CMF und Großbritanniens – sec. 430A CA vor. Ähnliche Funktion ist dem Art. 108 des italienische TU zuzuschreiben.

<sup>246</sup> Etwas anderes gilt nur für die Kraftloserklärung von Restiteln aus den früher, d.h. vor dem Inkrafttreten des BEHG ergangenen öffentlichen Kauf- bzw. Tauschangeboten. Für diesen Fall sieht die Übergangsvorschrift des Art. 54 Abs. 1 BEHG vor, dass die Eigentümer der kraftlos erklärten Titeln eine angemessene Abfindung zu bekommen haben. Zum Zwecke der Ermittlung eines angemessenen Übernahmepreises sollte ein Bericht der Revisionsstelle eingeholt werden. Zur Problematik der Übergangsregelung vgl. *Nobel*, SZW 1998, S. 37.

Danach muss der Preis des Angebots mindestens dem Börsenkurs entsprechen (der erste Bezugswert) und darf höchstens 25 Prozent unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat (der zweite Bezugswert). Einzelheiten sind in der Verordnung der Eidgenössischen Bankkommission über die Börsen und den Effektenhandel vom 25.6.1997 (BEHV-EBK) geregelt. An dieser Stelle ist nur zu erwähnen, wie der erste Bezugswert – der Börsenkurs bemessen wird. Darunter ist nämlich der Durchschnitt der Eröffnungskurse an der Schweizer Börse während der letzten 30 Tage vor Veröffentlichung des Angebots zu verstehen mit Berücksichtigung aber besonderer die Kursentwicklung beeinflussender Ereignisse, etwa wie Dividendenausschüttungen oder Kapitaltransaktionen<sup>247</sup> (Art. 37 Abs. 2 u. 3 BEHV-EBK). Den Flexibilitätsanforderungen bei der Preisgestaltung wird dadurch Rechnung getragen, dass es der Übernahmekommission im Einvernehmen mit der Bankkommission ermöglicht wird, dem Anbieter aus wichtigen Gründen von den detaillierten Preisbestimmungsregeln des 2. Abschnitts des 4. Kapitels des BEHV-EBK Ausnahmen zu gewähren (Art. 43 BEHV-EBK).

Wie gesagt bedient hat sich der schweizerische Gesetzgeber bei der Squeeze-out-Regelung der Institution der Kraftloserklärung bedient, die der Maßnahme den Namen verliehen hat. Die Kraftloserklärung erfolgt durch die gerichtliche Entscheidung. Das Verfahren wird durch die Klageerhebung des Hauptaktionärs eingeleitet. Die Klage ist gegen die Gesellschaft zu richten (Art. 33 Abs. 1 BEHG). Der Richter macht die Erhebung der Klage öffentlich bekannt mit dem Hinweis, dass die außenstehenden Aktionäre innerhalb von drei Monaten ab der Bekanntmachung dem Verfahren beitreten können (Art. 55 Abs. 1 BEHV). Diese Bekanntmachung soll im schweizerischen Handelsblatt erfolgen (Art. 55 Abs. 2 BEHV). Im selben Amtsblatt ist unverzüglich die Kraftloserklärung zu veröffentlichen (Art. 55 Abs. 4 BEHV).

---

<sup>247</sup> Hofstetter [in:] Vogt/Watter (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel 1999, Art. 32 Rn. 51.

Der Squeeze-out ist ein gänzlich neues, früher in der Schweiz nicht bekanntes Rechtsinstitut.<sup>248</sup> Als Teil des Kapitalmarktrechts und genauer des Übernahmerechts ist die Kraftloserklärung nach Art. 33 BEHG ausschließlich auf börsennotierte Gesellschaften anwendbar. In der Schweizer Lehre wird stets betont, dass diese Regelung im Widerspruch zum aktienrechtlichen Prinzip steht, wonach die Aktionäre nicht gegen ihren Willen aus der Gesellschaft verdrängt werden dürfen. Die Kraftloserklärung gem. Art. 33 BEHG wird als eine kapitalmarktrechtliche Ausnahmerecheinung<sup>249</sup> betrachtet.<sup>250</sup> Dieser Fremdkörper mag allerdings nicht mehr lange vereinsamt bleiben. Vielmehr findet sich im Entwurf des Fusionsgesetzes<sup>251</sup> ein neuer Ausschlussstatbestand.<sup>252</sup> Ursprünglich hat sich die neue Regelung an Art. 33 BEHG angelehnt.<sup>253</sup> Gem. Art. 23 Abs. 3 a.F. FusG-VE<sup>254</sup> sollte nämlich ähnlich wie nach Art. 33 BEHG das Herausdrängen der Minderheit, die über

---

<sup>248</sup> *Schiltknecht* [in:] *Vogt/Watter* (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel 1999, Art. 33 Rn. 1.

<sup>249</sup> Die Qualifizierung als Ausnahmerecheinung wird gerechtfertigt durch die Anknüpfung an den vorausgegangenen öffentlichen Kauf- oder Tauschangebot und zeitliche Beschränkung der Klageerhebung nach Ablauf des Angebotsfrist, so implizite von *Ballmoos*, SJZ 1999, S. 113 (117).

<sup>250</sup> *Köpfli*, SJZ 1998, S. 53 (58); von *Ballmoos*, SJZ 1999, S. 113 (114); *Schiltknecht* [in:] *Vogt/Watter* (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel 1999, Art. 33 Rn. 1.

<sup>251</sup> Entwurf vom Juni 2000 sowie die Botschaft zum Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz; FusG) vom 13. Juni 2000 zu Herunterladen im Internet unter: <http://www.ofj.admin.ch/themen/fusion/intro-d.htm>. Dem Entwurf war ein Vorentwurf vorausgegangen: Vorentwurf zu einem Bundesgesetz über die Fusion, Spaltung und Umwandlung von Rechtsträgern (Fusionsgesetz) vom November 1997; dazu vgl. Begleitbericht zum Vorentwurf für ein Bundesgesetz über die Fusion, die Spaltung und die Umwandlung von Rechtsträgern (Fusionsgesetz) vom November 1997 (Vorentwurf + Begleitbericht als Download, a.a.O.); von *Büren/Kindler*, SZW 1998, S. 1 ff.

<sup>252</sup> Am Rande ist anzumerken, dass der Ausschluss der Minderheit im Rahmen einer Umwandlung auch dem österreichischen Recht bekannt ist. Gem. § 2 des österreichischen UmwG kann ein Hauptgesellschafter einer Kapitalgesellschaft, der nicht weniger als zu 90% an dieser Gesellschaft beteiligt ist, im Falle einer verschmelzenden Umwandlung (d.h. Vermögensübertragung im Wege der Gesamtrechtsnachfolge unter gleichzeitigem Rechtsformwechsel) die Minderheit bar abzufinden. Eine allgemeine Squeeze-out-Regelung ist dem österreichischen Recht dagegen nicht bekannt; siehe *Kalls* Konzernrecht und Kapitalmarktrecht in Österreich [in:] *Hommelhoff/Hopt/Lutter* (Hrsg.), Konzernrecht und Kapitalmarktrecht 2001, S. 177 ff. (204 f.).

<sup>253</sup> Begleitbericht zum Vorentwurf für Fusionsgesetz, S. 35: „Der Vorentwurf folgt in diesem Punkt dem Bundesgesetz vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG; SR 954.1), dessen Artikel 33 im Falle eines Kaufangebotes ein Übernahmerecht vorsieht, wenn der Anbieter mehr als 98 Prozent der Stimmrechte der betreffenden Gesellschaft besitzt. In Übereinstimmung mit dieser Regelung ermöglicht Artikel 23 Absatz 3 des Vorentwurfs einer übernehmenden Gesellschaft, die bereits 98 Prozent der Stimmrechte der übertragenden Gesellschaft besitzt, die Übertragung der verbleibenden Anteile (mit oder ohne Stimmrecht) gegen Vergütung des wirklichen Werts zu verlangen“; von *Ballmoos*, SJZ 1999, S. 113; *Büren/Kindler*, SZW 1998, S. 1 (4).

<sup>254</sup> Abgedruckt im Anhang zu der vorliegenden Arbeit.

weniger als 2% der Stimmrechte verfügt ermöglicht werden. Diese Lösung ist im Schrifttum teils auf die Kritik gestoßen.<sup>255</sup> Die Kritik fokussierte - wenn man das Gewicht der Argumente einschätzt - in erster Linie nicht auf der konkreten Ausgestaltung des Ausschlussrechts sondern auf dem Grundgedanke der hinter dem neuen Ausschlussstatbestand steht.<sup>256</sup> Es wird nämlich zuerst gefragt, welchen Zwecken die neue Regelung zu dienen und wem zu nützen hat.<sup>257</sup> Es wurde darauf hingewiesen, dass der Interesse der übernehmenden Gesellschaft, die Minderheit auszuschließen nicht immer einleuchtend sei, besonders wenn die übernehmende Gesellschaft eine Publikumsgesellschaft ist.<sup>258</sup> Darüber hinaus sei der Anknüpfungspunkt – die Fusion – fehl am Ort, denn gerade ohne Fusion, d.h. bei Weiterführung als Tochtergesellschaft bestehe ein Interesse an einer 100-prozentigen Beherrschung.<sup>259</sup>

Des weiteren hat man der vorgeschlagenen Bestimmung vorgeworfen, dass sie die Bedeutung der Kraftloserklärung nach Art. 33 BEHG verzerrt, indem sie ungeachtet der Tatsache, ob die Squeeze-out-Voraussetzungen nach Art. 33 BEHG erfüllt wurden oder nicht, das Hinausdrängen der Minderheit doch noch zulässt und auf diese Weise „die vormalige Ausnahmebestimmung zur faktisch jederzeit anwendbaren Regel macht“.<sup>260</sup>

Meines Erachtens sind diese Argumente wenig überzeugend, wenn man mit ihnen einen neuen Squeeze-out-Tatbestand bekämpfen will. Zu einem überzeugt es nicht, dass das Interesse am Hinausdrängen der Minderheitsaktionäre der übertragender Gesellschaft nicht immer vorhanden ist. Wenn dieses Interesse fehlt, wird von dem Hauptaktionär von dem Instrument einfach kein Gebrauch gemacht. Zu anderem sollte man, bevor man das Fallenlassen/Zerstören der hinter dem Art. 33 BEHG stehender Idee proklamiert zuerst die Frage stellen, ob diese Idee doch nicht zerstörens-wert ist. Zusammenfassend kann man den schweizerischen Kollegen nur raten, eine allgemeine Diskussion auszulösen in der im Mittelpunkt der Sinn und Unsinn des

---

<sup>255</sup> Siehe den Aufsatz von *von Ballmoos*, SJZ 1999, S. 113.

<sup>256</sup> Weniger bedeutend ist die Kritik der Ausübungsfrist sowie die rechtssystematische Einordnung des neuen Ausschlussstatbestands in das Fusionsgesetz, *von Ballmoos*, SJZ 1999, S. 113 (115 f., 17).

<sup>257</sup> *Von Ballmoos*, SJZ 1999, S. 113 (115).

<sup>258</sup> *Von Ballmoos*, SJZ 1999, S. 113 (115).

<sup>259</sup> *Von Ballmoos*, SJZ 1999, S. 113 (117).

<sup>260</sup> *Von Ballmoos*, SJZ 1999, S. 113 (117).

Abhängigmachens der Zulässigkeit der Squeeze-out-Durchführung vom Vorliegen zusätzlichen, nicht unmittelbar minderheitsschutzbezogenen Voraussetzungen stehen sollte. Das gilt besonders, wenn man im Auge hat, dass im Lichte betrachtet der – wenn man so will – sich aus der Anknüpfung an des öffentliche Übernahmeangebot ergebende Minderheitsschutz ja sowieso illusorisch ist, weil man im Notfall ein zweites Angebot unterbreiten kann<sup>261</sup> und die Akzeptanzquote anders als im englischen Recht<sup>262</sup> sowieso kein Tatbestandmerkmal ist.

Der Gesetzgeber hat von seiner Idee, einen sich an den Art. 33 BEHG anlehnenden Ausschlussstatbestand einzuführen Abstand genommen und in der neuen Fassung des Entwurfs den Art. 23 Abs. 3 gestrichen. Trotzdem sieht der Entwurf vom Juni 2000 sieht weiterhin einen neuen Squeeze-out-Tatbestand vor (Art. 18 Abs. 5 i.V.m. Art. 8. Abs. 2 FusionsG-E). Diesmal hat man aber außer rechtstechnischen Veränderungen ganz wesentlich nicht nur den Grenzwert, sondern vor allem den Bezugswert geändert. Nunmehr sollte das Zwangsausscheiden der außenstehenden Minderheit bereits dann ermöglicht werden, wenn der Fusionsvertrag zustimmungsbeschluss der Generalversammlung mit der Mehrheit von 90% der stimmberechtigten Gesellschafter gefasst worden ist. Maßgeblich sind somit nicht die Anteile, sondern die Köpfe (!), was in der schweizerischen, eleganten obgleich wenig praktikablen Gesetzessprache („mindestens 90 Prozent der stimmberechtigten Gesellschafterinnen und Gesellschafter“) verdeutlicht wird (Art. 18 Abs. 5 FusionsG-E).<sup>263</sup> *Lege non distinguende* kann diese Regelung nicht

---

<sup>261</sup> Für die Zulässigkeit einen solchen Angebots die UEK, Mitteilung Nr. 3 der UEK vom 21.07.1997: „scheint das Gesetz zuzulassen, dass ein solcher Anbieter später ein weiteres öffentliches Kaufangebot vorlegt und in der Folge den Grenzwert von 98 Prozent überschreitet“; so auch *Köpfli*, SJZ 1998, S. 53 (64, Fn. 178).

<sup>262</sup> Vgl. sec. 429 CA, dazu siehe oben unter .... sowie unten unter ....

<sup>263</sup> Das wird auch mehrmals in der Botschaft zum FusG-E wiederholt, ohne aber ausreichende Begründung. Auf der Seite 83 wird nur folgendes ausgeführt: „Artikel 8 Absatz 2 sieht vor, dass eine Fusion auch ohne Wahrung der mitgliedschaftlichen Kontinuität, dafür aber gegen Gewährung einer Abfindung an die Gesellschafterinnen und Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft durchgeführt werden kann. In diesem Fall ist nach Absatz 5 die Genehmigung des Fusionsvertrags durch mindestens 90 Prozent der Gesellschafterinnen und Gesellschafter erforderlich. Der Vorentwurf verlangte für den Fusionsbeschluss, wenn dieser ausschliesslich eine Abfindung vorsieht, die Zustimmung sämtlicher Gesellschafterinnen und Gesellschafter. Auf Grund der in der Vernehmlassung geäußerten Einwände wurden die Anforderungen an die Beschlussfassung im Entwurf erleichtert, wenn auch diese Regelung den Anforderungen des EU-Rechts nicht entsprechen dürfte, da dieses die Möglichkeit der Abfindung nicht vorsieht und sich deren Zulässigkeit allenfalls mit der Zustimmung aller Betroffenen rechtfertigen liesse“.

nur auf die Publikums- und privaten Aktiengesellschaften Kommanditaktiengesellschaften sondern auch auf die Gesellschaften mit beschränkter Haftung angewendet werden. Des weiteren steht dabei nicht fest, welche Kapital- bzw. Stimmrechtsminderheit in Bar abgefunden d.h. ausgeschlossen werden kann.

Ergänzend ist auf eine Besonderheit der schweizerischen Wirtschaftspraxis hinzuweisen. Zwar ist *de lege lata* die Kraftloserklärung in der Schweiz nur im Bezug auf die börsennotierten (kотиerten) Aktiengesellschaften möglich, man darf aber die Tatsache nicht übersehen, dass die Struktur der gesellschaftsrechtlichen Unternehmensträger in der Schweiz grundsätzlich von der in Deutschland abweicht. Die am häufigsten eingesetzte Form der Kapitalgesellschaft ist nicht die GmbH sondern eben die Aktiengesellschaft. So gab es in der Schweiz im Jahre 1995 etwa 170 000 Aktiengesellschaften verglichen mit ungefähr 6 600<sup>264</sup> Gesellschaften mit beschränkter Haftung<sup>265</sup>.<sup>266</sup> Funktionell liege also die Erstreckung der Kraftloserklärung auf die privaten Aktiengesellschaften der Ausdehnung des Squeeze-out auf die GmbH etwa in Deutschland.

Zusammenfassend ist zu wiederholen, dass der Squeeze-out in der Schweiz im Kapitalmarktrecht geregelt ist. Die Regelung ist restriktiv. Anwendungsbereich ist auf Börsennotierte Gesellschaften beschränkt. Squeeze-out kann ausschließlich im Anschluss auf einen vorausgegangenen öffentlichen Kauf- oder Tauschangebot ausgeübt werden. Das Gesetz sieht auch eine hohe Schwelle vor, deren überschreiten den Squeeze-out ermöglicht. Diese Schwelle beträgt 98% bezogen auf die Stimmrechte. Rechtstechnische Abwicklung setzt Klageerhebung voraus. Wird der Klage stattgegeben, so werden die zu übernehmende Wertpapiere für kraftloserklärt. Der Beschluss der Generalversammlung ist entbehrlich. Die Höhe der Abfindung orientiert

---

<sup>264</sup> Diese Zahl ist dabei sowieso wesentlich größere, als noch paar Jahre früher, was sich auf die Reform des Schweizer Aktienrechts (1991) zurückführen lässt, die u.A. die Erhöhung des Mindestkapitalbetrags mit sich gebracht hat.

<sup>265</sup> Der Form einer GmbH ganz überwiegend als Einmann-Gesellschaft bedienen sich hierbei nicht zuletzt die deutschen und österreichischen Muttergesellschaften; siehe *Druey*, AG 1995, S. 545.

<sup>266</sup> Angaben nach *Druey*, AG 1995, S. 545.



sich fest nach dem Preis aus dem Übernahmeangebot. Dieser Preis ist also zugleich die Abfindungsleistung.

Einen weiteren Ausschlussstatbestand sieht nunmehr FusG-E vor, und zwar für den Fall einer Verschmelzung. Dies sollte auch für Gesellschaften mit beschränkter Haftung gelten. Als Grenzwert gilt erstaunlicherweise 90% der *Gesellschafter* (bezogen auf Personen und nicht auf Beteiligung oder Stimmrechte); erforderlich ist ein Beschluss der Generalversammlung.

### **3.9. Rechtsvergleichende Betrachtungen**

Außer dem Umstand, dass die besprochenen Regelungen die gesetzliche Landschaft der jeweiligen Länder in der Regel gerade in den letzten 10 Jahren bereichert haben (Ausnahme Großbritannien) und dass sie alle auf das Hinausdrängen unerwünschten Splitterminoritäten gerichtet sind, sind sie alles andere als ähnlich.

Geht man von der Rechtssystematischer Einordnung aus, so ist die Squeeze-out Regelung entweder im Gesellschaftsrecht (Belgien, Großbritannien, Polen, Niederlande, ebenso der deutsche Entwurf) oder im Kapitalmarktrecht (Frankreich, Italien, Schweiz<sup>267</sup>) geregelt. Hinsichtlich der Frage des Anwendungsbereichs lässt sich feststellen, dass auf einem Pol die Länder liegen, die den Squeeze-out nur im Bezug auf die Publikumsgesellschaften zulassen (Belgien – nach der Novelle, Frankreich, Italien, Schweiz) und auf dem gegenübergelegten Pol denjenigen, die es im Bezug auf alle Kapitalgesellschaften, d.h. auch GmbH gestatten (die Niederlande). Dazwischen gibt es Rechtsordnungen, die den Squeeze-out für alle Aktiengesellschaften, unabhängig von der Börsennotierung, nicht aber für die GmbH vorsehen (Belgien – vor der Novelle, Polen, so auch der deutsche Entwurf).<sup>268</sup> Tritt in

---

<sup>267</sup> Tritt der Entwurf des FusG in Kraft, so wird ein neuer Ausschlussstatbestand im Rahmen des Umwandlungsrechts, also Gesellschaftsrecht geregelt.

<sup>268</sup> Schwieriger ist die Einordnung der englischen Lösung, weil es dort eine andere Systematik des (Kapital)Gesellschaftsrechts herrscht. *Compulsory acquisition* ist dort zwar nicht im Bezug auf *private companies* (funktionell entsprechen sie der kontinentalen GmbH) ausgeschlossen, tatbestandsmäßig knüpft aber die englische Regelung auf den Übernahme-

der aktuellen Fassung das schweizerische FusG in Kraft, so wird der Ausschluss im Verschmelzungsfall auch für die GmbH denkbar. Bei der Einordnung der schweizerischen Regelung, die *de lege lata* auf börsennotierte Gesellschaften beschränkt ist, soll aber die Eigenartigkeit der Struktur des schweizerischen Gesellschaftsrechts hervorgehoben werden.<sup>269</sup>

Ebenfalls sehr differenziert sind die Grenzwerte, deren Erreichen, bzw. Überschreiten den Aktionär in die Lage versetzt, die Minderheit hinauszudrängen. Neben den Grenzwerten gelten auch unterschiedliche Bezugswerte. Verhältnismäßig großzügig für den Hauptaktionär hat sich der polnische Gesetzgeber erwiesen: ausreichend ist schon der 90-prozentige Anteil am Grundkapital, zugleich darf aber keiner der Minderheitsaktionäre alleine über mehr als 5% des Kapitals verfügen. Die verbreitetste Grenzwertschwelle ist von 95%. Für diese Schwelle bezogen auf stimmberechtigte Aktien haben sich Belgien und Frankreich entschieden. 95% im Bezug auf die Beteiligung am Kapital der Gesellschaft setzt das niederländische Recht voraus. Ebenso ist der Squeeze-out nach dem WpÜG-E ausgestaltet. Höher und zwar auf 98% haben den Grenzwert Italien und Schweiz festgelegt. Bei der Berechnung ist die Gesamtheit von entsprechend stimmberechtigten Aktien und Stimmrechte maßgeblich.

Ganz anders sieht die Rechtslage im Vereinigten Königreich. Dort gilt ein Grenzwert von 90% bezogen aber auf die Akzeptanzquote aus dem öffentlichen Übernahmeangebots. Auf die Anzahl von Aktien, die der Bieter hat oder vorher hatte kommt es überhaupt nicht an. Setzt sich der neue schweizerische Entwurf des Fusionsgesetzes in der aktuellen Fassung durch und erlangt die Gesetzeskraft, so wird ein neuer Ausschlussstatbestand entstehen, der das Erreichen einer Schwelle von 90% der Aktionäre voraussetzt.

Ein weiterer Punkt, wo die besprochenen Lösungen auseinandergehen ist die Frage, ob neben der Erlangung bzw. Überschreitung des vorgeschriebenen Grenzwertes weitere Voraussetzungen den Squeeze-out bedingen. Manche Regelungen sehen keine weitere Tatbestandsmerkmale vor und bleiben nur an dem vorausgesetzten Grenzwert (Niederlande, Polen aber nur im

---

angebot (Squeeze-out-Voraussetzung), welches nach den Regeln des City Codes, also kapitalmarktrechtlichen Regelung zu unterbreiten ist.

<sup>269</sup> Dazu siehe vorstehend .....

Hinblick auf die privaten Aktiengesellschaften, der deutsche Entwurf – unabhängig von der Börsennotierung). Die anderen knüpfen die Squeeze-out-Zulässigkeit an das vorausgegangene Übernahmeangebot (Belgien, Frankreich, Großbritannien, Italien, Schweiz, Polen für die Publikumsgesellschaften).

Nimmt man die rechtstechnische Ausgestaltung und Abwicklung des Squeeze-out, so lassen sich ebenfalls unterschiedliche Lösungen feststellen: Squeeze-out durch Hauptversammlungsbeschluss (Polen, so auch der deutsche Entwurf), durch einseitige Erklärung des Hauptgesellschafters (England, Italien), im Wege einer gerichtlichen Entscheidung, der Klageerhebung des Hauptaktionärs vorausgeht (Niederlande, Schweiz) und schließlich unter Mitwirkung der Börsenaufsichtsbehörde auf Antrag des Hauptaktionärs (Belgien, Frankreich).

Von den hier geschilderten Gesetzgebungen kennen direkt nur das französische und englische Recht des Austrittsrecht der Minderheit, das Gegengewicht zum Auskaufrecht des Hauptaktionärs darstellt. Im Ergebnis steht dieses Recht auch das italienische Gesetz.

## **4. Kapitel**

# **Schlussfolgerungen und Vorschläge für den deutschen Gesetzgeber**

### ***4.1. Einleitung***

Die rechtsvergleichende Analyse einiger ausländischen Lösungen regt zu Verbesserungsvorschlägen für den deutschen Entwurf an.

Die sich aus dieser Analyse ergebenden Folgerungen ergänzt um eigene Vorstellungen wurden von den Verfasser vorliegender Arbeit in einen Regelungsvorschlag umgesetzt. Dieser Vorschlag wird jetzt präsentiert, gefolgt durch die Begründung unter Angabe der Inspirationsquellen.

### ***4.2. Vorschlag für eine gesetzliche Squeeze-out-Regelung***

(Die wichtigsten Abweichungen von der Fassung des Regierungsentwurfs werden mit Kursiv hervorgehoben).

#### **§ 75a Auskaufsrecht des Hauptaktionärs**

(1) Ein Aktionär einer Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien, dem die Aktien der Gesellschaft in Höhe von *neunzig vom Hundert* des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), kann gegenüber den übrigen Aktionären (Minderheitsaktionäre) *erklären*, dass er ihre Aktien gegen angemessene Barabfindung übernimmt (Auskaufsrecht).

*(2) Das in Absatz 1 genannte Recht kann nicht gegenüber den Aktionären ausgeübt werden, die über mehr als zwei vom Hundert des Grundkapitals oder der Stimmrechte verfügen, soweit sie diesen Umstand spätestens eine Woche vor Ablauf des in § 75b Abs. 1 Satz 2 genannten Frist dem Hauptaktionär mitgeteilt haben. Werden oder wurden die Aktien der Gesellschaft auf einem organisierten Markt gehandelt, so gilt ein Grenzwert von fünf vom Hundert der Stimmrechte. Bei der Frage welcher Grenzwert maßgeblich ist, kommt es auf die Art der Aktien des bestimmten Aktionärs an.*

(3) Für die Feststellung, ob dem Hauptaktionär neunzig vom Hundert der Aktien gehören, gilt § 16 Abs. 2 und 4.

*(4) Für die Feststellung, ob die in Absatz 1 und 2 genannten Werte erreicht sind, ist der Tag der Bekanntmachung der Auskaufserklärung maßgeblich.*

### **§ 75b Auskaufserklärung und Informationspflichten des Hauptaktionärs**

*(1) Die Auskaufserklärung des Hauptaktionärs ist in den Geschäftsblättern der Gesellschaft bekannt zu machen. Mit Ablauf der Frist von einem Monat seit der Bekanntmachung der Auskaufserklärung gehen - vorbehaltlich des § 75a Abs. 2 - alle Aktien, die sich nicht in der Hand des Hauptaktionärs befinden von Rechts wegen auf diesen über. Von diesem Zeitpunkt an ist der Anspruch auf Barabfindung fällig. Die Bestimmungen des § 75g Abs. 4 bleiben unberührt.*

(2) Sind über die zu übernehmenden Aktien Aktienurkunden ausgegeben, so werden die Minderheitsaktionäre in der Auskaufserklärung nach Abs. 1 von dem Hauptaktionär aufgefordert, innerhalb der in Absatz 1 Satz 2 genannten Frist ihre Aktien dem Hauptaktionär auszuhändigen. Der Aushändigung steht das Hinterlegen in der Gesellschaft gleich. Nach Ablauf der in Absatz 1 Satz 2 genannten Frist und bis zu ihrer Aushändigung an den Hauptaktionär, verbriefen die Aktienurkunden nur den Anspruch auf Barabfindung.

(3) Die *Auskaufserklärung* des Hauptaktionärs hat folgende Angaben zu enthalten:

1. Firma und Sitz des Hauptaktionärs, bei natürlichen Personen Name und Adresse;
2. die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung;
3. Bericht des Hauptaktionärs, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.

(4) Von der Bekanntmachung der Auskaufserklärung an sind darüber hinaus in dem Geschäftsraum der Gesellschaft zur Einsicht der Aktionäre auszulegen:

1. die Jahresabschlüsse und Lageberichte für die letzten drei Geschäftsjahre;
2. der nach § 75e Abs. 2 erstattete Prüfungsbericht;
3. den Nachweis der nach § 75e Abs. 3 erfolgten Überweisung oder Garantierklärung eines Kreditinstituts.

(5) Auf Verlangen ist jedem Aktionär unverzüglich und kostenlos eine Abschrift der in Absatz 4 bezeichneten Unterlagen zu erteilen.

### **§ 75c Teilauskauf**

(1) Sind in der Gesellschaft die Aktionäre vorhanden, deren Aktien der Hauptaktionär nicht auskaufen kann (§ 75a Abs. 2) so kann er innerhalb

*von einer Woche nach der Kenntnisnahme von diesem Umstand, seine Auskaufserklärung wiederrufen.*

*(2) Übt der Hauptaktionär trotz des Vorhandeneins dieser Aktionäre sein Auskaufrecht im Bezug auf die sonstigen Aktien aus und sind die diesen verbleibenden Aktionären gehörenden Aktien keine Namensaktien, so werden sie nach Ablauf der in § 75b Abs. 1 Satz 2 genannten Frist in Namensaktien umgewandelt und gemäß § 67 ins Aktienbuch eingetragen.*

### **§ 75d Ausnahmen**

*Das Auskaufrecht kann nicht ausgeübt werden, wenn innerhalb von 18 Monaten vor der Bekanntmachung der Auskaufserklärung in der Gesellschaft bzw. mit ihrer Beteiligung*

- 1. eine Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts oder*
- 2. die Verschmelzung*

*stattgefunden hat, es sei denn, dass die Durchführung dieser Maßnahmen für die Ermöglichung der Ausübung des Auskaufrechts nach §§ 75a ff. nicht kausal war.*

### **§ 75e Barabfindung**

*(1) Der Hauptaktionär legt die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Bekanntmachung der Erklärung berücksichtigen. Der Vorstand hat dem Hauptaktionär alle dafür notwendigen Unterlagen zur Verfügung zu stellen und Auskünfte zu erteilen. Ist jemand Hauptaktionär auf Grund eines in den letzten sechs Monaten vor der Bekanntmachung der Erklärung abgegebenen Angebotes nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz geworden, so ist eine im Rahmen dieses Angebots angebotene Geldleistung als angemessene Barabfindung anzusehen, sofern das Angebot auf Erwerb sämtlicher außenstehenden*

*Aktien gerichtet war und von mindestens neunzig vom Hundert der Aktionäre angenommen worden ist.*

(2) Die Angemessenheit der Barabfindung ist außer im Fall des Absatzes 1 Satz 3 durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Diese werden vom Hauptaktionär bestellt. § 293 a Abs. 2 und 3, § 293 c Abs. 1 sowie die §§ 293 d und 293 e sind sinngemäß anzuwenden. In Rechtsverordnungen nach § 293 c Abs. 2 kann die Entscheidung nach Satz 4 in Verbindung mit § 293 c Abs. 1 entsprechend übertragen werden.

(3) Vor der Bekanntmachung der Erklärung hat der Hauptaktionär den *Be-  
trag der Abfindung auf ein von einem im Geltungsbereich dieses Gesetzes  
zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts geführtes Sonderkonto zu  
überweisen*. Dem steht die Erklärung eines Kreditinstituts, das den Voraus-  
setzungen des Absatzes 1 entspricht, durch die das Kreditinstitut die Ge-  
währleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs über-  
nimmt, den Minderheitsaktionären nach der Fälligkeit des Abfindungsan-  
spruches unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen  
Aktien zu zahlen.

### **§ 75f Gerichtliche Nachprüfung der Barabfindung**

(1) Ist die Barabfindung nicht angemessen, so hat das in § 306 bestimmte Gericht auf Antrag die angemessene Barabfindung zu bestimmen.

(2) Antragsberechtigt ist jeder ausgeschiedene Minderheitsaktionär. Der Antrag kann nur binnen zwei Monaten nach Ablauf der in § 75b Abs. 1 Satz 2 genannten Frist gestellt werden. Für das Verfahren und die Kosten des Verfahrens gilt § 306 sinngemäß.

### **§ 75g Gerichtliche Prüfung des Vorliegens gesetzlicher Voraussetzungen**



*(1) Das in § 75f genannte Gericht prüft auf Antrag, ob die Voraussetzungen des Auskaufsrechts erfüllt worden sind.*

*(2) Antragsberechtigt ist jeder ausgeschiedene Minderheitsaktionär. Der Antrag kann nur bis zur Ablauf der in § 75b Abs. 1 Satz 2 genannten Frist gestellt werden.*

*(3) Für die Feststellung, ob die in § 75a Abs. 2 genannten Grenzwerte erreicht sind, ist der Hauptaktionär antragsberechtigt. Der Antrag kann nur innerhalb einer Woche nach der in § 75a Abs. 2 genannten Mitteilung gestellt werden.*

*(4) Wird ein Antrag gemäß diesem Paragraph gestellt, gehen die Aktien erst nachdem die gerichtliche Entscheidung Rechtskraft erlangt hat auf den Hauptaktionär über.*

#### **§ 75h Die Rechte Dritter**

*(1) Sind die zu übernehmenden Aktien mit den Rechten Dritter belastet, so gehen sie auf den Hauptaktionär unbelastet über. Die Rechte Dritter erstrecken sich danach auf den Anspruch auf die Barabfindung.*

*(2) Diejenigen, denen die Rechte auf den zu übernehmenden Aktien zustehen, sind antragsberechtigt im Sinne von § 75f Abs. 2 und 75g Abs. 3.*

### **4.3. Begründung des Regelungsvorschlags**

Rechtssystematisch sollte die neue Squeeze-out-Regelung nicht im Rahmen des Rechts verbundener Unternehmen, sondern im Rahmen der Rechtsver-

hältnisse der Gesellschaft und der Gesellschafter geregelt werden (§§ 53a-75 AktG). Das beruht auf der Überlegung, dass der Zwangsauskauf nicht nur für diesen Fall zur Verfügung gestellt werden soll, wenn der Hauptaktionär ein Unternehmer ist.<sup>270</sup> Darüber hinaus handelt es sich hier um eine Ausnahme von dem Grundsatz der freien Verfügbarkeit über die Aktie. Die Rechtssystematische Einordnung ist allerdings weniger bedeutend als die konkrete Ausgestaltung des Squeeze-out. Im Folgenden wird also auf die wichtigsten Einzelfragen eingegangen, und zwar dort, wo der Vorschlag von der Fassung des Regierungsentwurfs wesentlich abweicht.

Die Beteiligungsschwelle, deren Erreichen den Hauptaktionär in die Lage versetzt, die Minderheit auszuschließen kann herabgesetzt werden, wenn auf anderer Seite der Ausschluss von „großen“ Kleinaktionären verhindert wird. Das kann auf diese Weise erreicht werden, dass, wie in polnischem Recht, zwei Grenzwerte gesetzlich festgelegt werden, wobei sich der eine auf den Hauptaktionäre (Mindestgrenze) und der andere auf die einzelnen Minderheitsaktionäre (Höchstgrenze) bezieht. Auf diese Weise lassen sich der erweiterte Anwendungsbereich und das Erfordernis des Minderheitsschutzes unter einen Hut bringen. Die Höchstgrenze für Minderheitsaktionäre wird wiederum differenziert, abhängig davon, ob die Aktien (es kommt hier also um konkrete Papiere an) auf einem organisierten Markt gehandelt werden oder nicht. Der Aktionär einer Börsennotierter Gesellschaft (exakt Inhaber von den notierten Papiere) ist eher als Anleger zu Betrachten. Ihm kann also eher zugemutet werden, verhältnismäßig liquidere Anlage gegen Barabfindung aufzugeben. Selbst wenn es einen, oder einige „große“ Minderheitsaktionäre gibt, sollte der Hauptaktionär nicht daran gehindert werden, die sich im Streubesitz befindenden Aktien auszukaufen (Teilauskauf). Andererseits, um die Minderheit an künstlichen Konzentration von Aktien zu hindern, sollte der Tag der Bekanntmachung der Auskaufserklärung für die Feststellung der Beteiligung maßgeblich sein.

---

<sup>270</sup> *Ehricke/Roth*, DStR 2001, S. 1120.

Auf die im deutschen Entwurf vorgesehene Einschaltung der Hauptversammlung sollte künftig verzichtet werden. Diese Regelung ist bereits übrigens mit Recht der Kritik unterworfen worden.<sup>271</sup> Die Abhaltung der Hauptversammlung stellt einen – auch aus dem Gesichtspunkt des Minderheitenschutzes – unnötigen Aufwand dar, besonders weil das Ergebnis der Abstimmung wegen Stimmverhältnisse von Anfang an fest steht. Darüber hinaus handelt sich bei dem Squeeze-out keinerlei um Maßnahme der Strukturänderung oder Unternehmensabhängigkeit. Vielmehr bezieht sich der Squeeze-out lediglich auf das Verhältnis zwischen dem Hauptaktionär und den außenstehenden Minderheit.

Die meisten hier besprochenen – mit Ausnahme vor polen – sehen ebenfalls keinen korporativen Akt der Hauptversammlung vor. So spricht viel dafür, dass – wie in England – der Squeeze-out durch einseitige Erklärung des Hauptaktionärs eingeleitet wird.

Ein Novum stellt das Verbot des Gebrauchmachens von dem Squeeze-out in dem Falle, wenn innerhalb von letzten 18 Monaten Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluss oder Verschmelzung unter Beteiligung der Zielgesellschaft stattgefunden haben. Das sollte den Hauptaktionär daran hindern, die Grenzwerte auf unzulässige Weise zu erreichen (bzw. der Minderheit die Sperrbeteiligung zu entziehen).

An den niederländischen Vorbild lehnt sich die Regelung des Falles an, in dem die zu übertragende Aktien mit Rechten Dritter (Nießbrauch, Pfandrecht) belastet werden. Ein Novum im Vergleich zu den genannten Regelung ist aber in der Gewährung diesen Personen der Antragsberechtigung zu erblicken. Es besteht nämlich schutzbedürftiges Interesse dieser Personen so dass es ihnen ermöglicht werden soll die Zulässigkeit und Bedingungen des Squeeze-out gerichtlich überprüfen zu lassen.

---

<sup>271</sup> *Vetter*, ZIP 2000, S. 1817 (1818); ders. DB 2001, S. 1817; *Habersack*, ZIP 2001, S. 1630 (1636 ff.); *Schiessl* AG 1999, S. 442 ff.

# **Anhang - Die einschlägigen Gesetzes- bzw. Gesetzesentwurfstexte in der Originalfassung**

## ***Deutschland***

### **Aktiengesetz**

#### **Drittes Buch**

#### **Verbundene Unternehmen**

#### **Vierter Teil**

#### **Ausschluss von Minderheitsaktionären**

#### **§ 327 a**

#### **Übertragung von Aktien gegen Barabfindung**

(1) Die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft oder einer Kommanditgesellschaft auf Aktien kann auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von fünfundneunzig vom Hundert des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. § 285 Abs. 2 Satz 1 findet keine Anwendung.

(2) Für die Feststellung, ob dem Hauptaktionär fünfundneunzig vom Hundert der Aktien gehören, gilt § 16 Abs. 2 und 4.

### **§ 327 b**

#### **Barabfindung**

(1) Der Hauptaktionär legt die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Der Vorstand hat dem Hauptaktionär alle dafür notwendigen Unterlagen zur Verfügung zu stellen und Auskünfte zu erteilen. Ist jemand Hauptaktionär auf Grund eines in den letzten sechs Monaten vor der Beschlussfassung der Hauptversammlung abgegebenen Angebotes nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz geworden, so ist eine im Rahmen dieses Angebots angebotene Geldleistung als angemessene Barabfindung anzusehen, sofern das Angebot von mindestens neunzig vom Hundert der Aktionäre, an die es gerichtet war, angenommen worden ist.

(2) Die Barabfindung ist von der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister an mit jährlich zwei vom Hundert über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen; die Geltendmachung eines weiteren Schadens ist nicht ausgeschlossen.

(3) Vor Einberufung der Hauptversammlung hat der Hauptaktionär dem Vorstand die Erklärung eines im Geltungsbereich dieses Gesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergebenen Aktien zu zahlen.

### **§ 327 c**

## **Vorbereitung der Hauptversammlung**

(1) Die Bekanntmachung der Übertragung als Gegenstand der Tagesordnung hat folgende Angaben zu enthalten:

1. Firma und Sitz des Hauptaktionärs, bei natürlichen Personen Name und Adresse;
2. die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung.

(2) Der Hauptaktionär hat der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden. Die Angemessenheit der Barabfindung ist außer im Fall des § 327 b Abs. 1 Satz 3 durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Diese werden vom Hauptaktionär bestellt. § 293 a Abs. 2 und 3, § 293 c Abs. 1 sowie die §§ 293 d und 293 e sind sinngemäß anzuwenden. In Rechtsverordnungen nach § 293 c Abs. 2 kann die Entscheidung nach Satz 4 in Verbindung mit § 293 c Abs. 1 entsprechend übertragen werden.

(3) Von der Einberufung der Hauptversammlung an sind in dem Geschäftsraum der Gesellschaft zur Einsicht der Aktionäre auszulegen

4. der Entwurf des Übertragungsbeschlusses;
5. die Jahresabschlüsse und Lageberichte für die letzten drei Geschäftsjahre;
6. der nach Absatz 2 Satz 1 erstattete Bericht des Hauptaktionärs;
7. der nach Absatz 2 Satz 2 bis 4 erstattete Prüfungsbericht.

(4) Auf Verlangen ist jedem Aktionär unverzüglich und kostenlos eine Abschrift der in Absatz 3 bezeichneten Unterlagen zu erteilen.

### **§ 327 d**

## **Durchführung der Hauptversammlung**

In der Hauptversammlung sind die in § 327 c Abs. 3 bezeichneten Unterlagen auszulegen. Der Vorstand kann dem Hauptaktionär Gelegenheit geben, den Entwurf des Übertragungsbeschlusses und die Bemessung der Höhe der Barabfindung zu Beginn der Verhandlung mündlich zu erläutern.

### **§ 327 e**

#### **Eintragung des Übertragungsbeschlusses**

(1) Der Vorstand hat den Übertragungsbeschluss zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden. Der Anmeldung sind die Niederschrift des Übertragungsbeschlusses und seine Anlagen in Ausfertigung oder öffentlich beglaubigter Abschrift beizufügen.

(2) § 319 Abs. 5 und 6 gilt sinngemäß.

(3) Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen alle Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär über. Sind über diese Aktien Aktienurkunden ausgegeben, so verbriefen sie bis zu ihrer Aushändigung an den Hauptaktionär nur den Anspruch auf Barabfindung.

### **§ 327 f**

#### **Gerichtliche Nachprüfung der Abfindung**

(1) Die Anfechtung des Übertragungsbeschlusses kann nicht auf § 243 Abs. 2 oder darauf gestützt werden, dass die durch den Hauptaktionär festgelegte Barabfindung nicht angemessen ist. Ist die Barabfindung nicht angemessen, so hat das in § 306 bestimmte Gericht auf Antrag die angemessene Barabfindung zu bestimmen. Das Gleiche gilt, wenn der Hauptaktionär eine Barabfindung nicht oder nicht ordnungsgemäß angeboten hat und eine hierauf gestützte Anfechtungsklage innerhalb der Anfechtungsfrist nicht erhoben, zurückgenommen oder rechtskräftig abgewiesen worden ist.

(2) Antragsberechtigt ist jeder ausgeschiedene Minderheitsaktionär. Der Antrag kann nur binnen zwei Monaten nach dem Tage gestellt werden, an dem die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister nach § 10 des Handelsgesetzbuchs als bekannt gemacht gilt. Für das Verfahren und die Kosten des Verfahrens gilt § 306 sinngemäß.

## **Belgien**

### **Code des Societes**

#### **Livre VIII. - La société anonyme**

#### **Titre III. - Des titres et de leur transfert**

#### **Chapitre IV. - Les transferts de titres**

#### **Section IV. - La cession forcée de titres**

#### **Article 513**

§ 1<sup>er</sup>. Toute personne physique ou morale, qui, agissant seule ou de concert, détient 95 % des titres conférant le droit de vote d'une société anonyme ayant fait ou faisant publiquement appel à l'épargne, peut acquérir la totalité des titres conférant le droit de vote de cette société à la suite d'une offre de reprise.

### **Wetboek van Vennootschappen**

#### **Boek VIII. - De naamloze vennootschap**

#### **Titel III. - Effecten en hun overdracht en overgang**

#### **Hoofdstuk IV. - Overdracht en overgang van effecten**

#### **Afdeling IV. - Gedwongen verkoop van effecten**

#### **Artikel 513**

§ 1. Iedere natuurlijke persoon of iedere rechtspersoon die, alleen of in onderling overleg handelend, 95 % van de stemrechtverlenende effecten van een naamloze vennootschap die een publiek beroep op het spaarwezen doet of heeft gedaan, bezit, kan door middel van een uitkoopbod het geheel van de stemrechtverlenende effecten van deze vennootschap verkrijgen.



À l'issue de la procédure, les titres non présentés, que le propriétaire se soit ou non manifesté, sont réputés transférés de plein droit à cette personne avec consignation du prix. Les titres au porteur non présentés sont convertis de plein droit en titres nominatifs et sont à l'intervention du conseil d'administration inscrits au registre des titres nominatifs.

À l'issue de l'offre de reprise, la société ne sera plus considérée comme ayant fait ou faisant publiquement appel à l'épargne, à moins que des obligations émises par cette société ne soient encore répandues dans le public.

§ 2. Toute personne physique ou morale, qui, agissant seule ou de concert, détient nonante cinq pour cent des titres conférant le droit de vote d'une société anonyme n'ayant pas fait ou ne faisant pas publiquement appel à l'épargne, peut faire une offre de reprise portant sur la totalité des titres conférant le droit de vote de cette société.

Na afloop van de procedure worden de niet-aangeboden effecten, ongeacht of de eigenaar ervan zich kenbaar heeft gemaakt, geacht van rechtswege op die persoon te zijn overgegaan met consignatie van de prijs. De niet-aangeboden effecten aan toonder worden van rechtswege omgezet in effecten op naam en worden door de raad van bestuur ingeschreven in het register van de effecten op naam.

Na afloop van het uitkoopbod, wordt de vennootschap niet langer beschouwd als een vennootschap die een publiek beroep op het spaarwezen doet of heeft gedaan, tenzij de door die vennootschap uitgegeven obligaties nog onder het publiek verspreid zijn.

§ 2. Iedere natuurlijke persoon of iedere rechtspersoon die, alleen of in onderling overleg handelend, 95 % van de stemrechtverlenende effecten van een naamloze vennootschap die geen publiek beroep op het spaarwezen doet of heeft gedaan, bezit, kan een uitkoopbod doen om het geheel van de stemrechtverlenende effecten van deze vennootschap te verkrijgen.

À l'issue de la procédure, à l'exception des titres dont le propriétaire a fait savoir expressément et par écrit qu'il refusait de s'en défaire, les titres non présentés sont réputés transférés de plein droit à cette personne avec consignation du prix. Les titres au porteur non présentés ainsi que les titres au porteur et les titres dématérialisés dont le propriétaire a fait savoir qu'il refusait de s'en défaire sont convertis de plein droit en titres nominatifs et sont à l'intervention du conseil d'administration inscrits au registre des titres nominatifs.

Le cas échéant, les frais liés à la reconversion en titres au porteur des titres qui, en application du présent paragraphe, ont été convertis de plein droit en titres nominatifs, sont à charge de la société.

L'offre visée à l'alinéa 1<sup>er</sup> du présent paragraphe n'est soumise ni au titre II de l'arrêté royal n°185 du 9 juillet 1935 sur le contrôle des banques et le

Met uitzondering van de effecten waarvan de eigenaar uitdrukkelijk en schriftelijk te kennen heeft gegeven dat hij geen afstand ervan wenst te doen, worden de niet-aangeboden effecten na afloop van de procedure geacht van rechtswege op die persoon te zijn overgegaan met consignatie van de prijs. De niet-aangeboden effecten aan toonder alsmede de effecten aan toonder en de gedematerialiseerde effecten waarvan de eigenaar te kennen heeft gegeven dat hij geen afstand ervan wenst te doen, worden van rechtswege omgezet in effecten op naam en worden door de raad van bestuur ingeschreven in het register van de effecten op naam.

In voorkomend geval, zijn de kosten verbonden aan een wederomzetting in effecten aan toonder van effecten die met toepassing van deze paragraaf van rechtswege werden omgezet in effecten op naam, ten laste van de vennootschap.

Het in het eerste lid van deze paragraaf bedoelde bod is niet onderworpen aan titel II van het koninklijk besluit nr. 185 van 9 juli

régime des émissions de titres et valeurs, ni au Chapitre II de la loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisitions, ni à l'article 4 de la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers.

§ 3. Le Roi peut réglementer l'offre de reprise, et notamment déterminer la procédure à suivre et les modalités de fixation du prix de l'offre de reprise. A cette fin, Il veille à assurer l'information et l'égalité de traitement des porteurs de titres.

§ 4. L'extrait de la décision judiciaire passée en force de chose jugée ou exécutoire par provision se prononçant sur les conditions d'une cession forcée, est déposé et publié conformément à l'article 75.

1935 op de bankcontrole en het uitgifteregime voor titels en effecten, noch aan Hoofdstuk II van de wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen, noch aan artikel 4 van de wet van 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële markten.

§ 3. De Koning kan het uitkoopbod reglementeren, en inzonderheid de te volgen procedure en de wijze van vaststelling van de prijs van het uitkoopbod bepalen. Daarbij draagt Hij zorg voor de informatieverstrekking aan en de gelijke behandeling van de effectenhouders.

§ 4. Het uittreksel uit de in kracht van gewijsde gegane of bij voorraad uitvoerbare rechterlijke beslissing waarbij de voorwaarden van een gedwongen verkoop worden vastgesteld, wordt neergelegd en bekendgemaakt overeenkomstig artikel 75.

## **Frankreich**

### **Règlement Général du Conseil des Marchés Financiers vom**

#### **Titre V**

#### **Les offres publiques d'acquisition**

##### **Chapitre VI**

##### **Les offres publiques de retrait**

###### **Article 5-6-1**

Lorsque le ou les actionnaires majoritaires détiennent de concert au sens de l'article 356-1-3 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 au moins 95% des droits de vote d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou ont cessé de l'être, le détenteur de titres conférant des droits de vote n'appartenant pas au groupe majoritaire peut demander au Conseil de requérir du ou des actionnaires majoritaires le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait.

Après avoir procédé aux vérifications nécessaires, le Conseil se prononce sur la demande qui lui est présentée au vu notamment des conditions prévalant sur le marché des titres concernés et des éléments d'information apportés par le demandeur. S'il déclare la demande recevable, il la notifie à l'actionnaire ou aux actionnaires majoritaires alors tenus de déposer, dans un délai fixé par le Conseil, un projet d'offre publique de retrait libellé à des conditions qui puissent être jugées recevables.

###### **Article 5-6-2**

Lorsque le ou les actionnaires majoritaires détiennent de concert au sens de l'article 356-1-3 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 au moins 95% des droits de vote d'une société dont les certificats d'investissement et, le cas échéant, les certificats de droits de vote sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou ont cessé de l'être, le détenteur de certificats d'investissement ou de certificats de droits de vote n'appartenant pas au groupe majoritaire peut demander au Conseil de requérir du ou des actionnaires majoritaires le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait visant ces titres.

Après avoir procédé aux vérifications nécessaires, le Conseil se prononce sur la demande qui lui est présentée au vu notamment des conditions prévalant sur le marché des titres concernés et des éléments d'information apportés par le demandeur. S'il déclare la demande recevable, il la notifie à l'actionnaire ou aux actionnaires majoritaires alors tenus de déposer, dans un délai fixé par le Conseil, un projet d'offre publique de retrait libellé à des conditions qui puissent être jugées recevables.

###### **Article 5-6-3**

Le ou les actionnaires majoritaires qui détiennent de concert au sens de l'article 356-1-3 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 au moins 95% des droits de vote d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou ont cessé de l'être, peuvent déposer auprès du Conseil un projet d'offre publique de retrait visant

les titres de capital ou de droits de vote ou donnant accès au capital non détenus par eux.

#### **Article 5-6-4**

Le ou les actionnaires majoritaires qui détiennent de concert au sens de l'article 356-1-3 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 au moins 95% des droits de vote d'une société dont les certificats d'investissement et, le cas échéant, les certificats de droits de vote sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou ont cessé de l'être, peuvent déposer auprès du Conseil un projet d'offre publique de retrait visant ces titres.

#### **Article 5-6-5**

Lorsqu'une société anonyme dont les titres de capital sont admis sur un marché réglementé est transformée en société en commandite par actions, la ou les personnes qui contrôlaient la société avant sa transformation ou le ou les associés commandités sont tenus, dès l'adoption par l'assemblée générale des actionnaires de la résolution tendant à la transformation de la société, de déposer un projet d'offre publique de retrait ne comportant aucune condition minimale et libellé à des conditions qui puissent être jugées recevables.

L'initiateur du projet d'offre précise au Conseil s'il se réserve la faculté, à l'issue de l'offre et en fonction de son résultat, de demander que l'ensemble des titres de capital ou donnant accès au capital et des titres de droits de vote de la société soient radiés du marché réglementé où ils sont admis.

#### **Article 5-6-6**

La ou les personnes physiques ou morales qui contrôlent une société informent le Conseil :

- lorsqu'elles se proposent de soumettre à l'approbation d'une assemblée générale extraordinaire une ou plusieurs modifications significatives des dispositions statutaires, notamment celles relatives à la forme de la société, aux conditions de cession et de transmission des titres de capital ainsi qu'aux droits qui y sont attachés ;
- lorsqu'elles décident le principe de la fusion-absorption de cette société par la société qui en détient le contrôle, de la cession ou de l'apport à une autre société de la totalité ou du principal des actifs, de la réorientation de l'activité sociale ou de la suppression, pendant plusieurs exercices, de toute rémunération de titres de capital.

Le Conseil apprécie les conséquences de l'opération prévue au regard des droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital ou des détenteurs de droits de vote de la société et décide s'il y a lieu à mise en œuvre d'une offre publique de retrait.

Le projet d'offre, qui ne peut comporter de condition minimale, est libellé à des conditions qui puissent être jugées recevables.

#### **Article 5-6-7**

*Arrêté du 18 décembre 2000 (Journal officiel du 17 juillet 2001)*

L'offre publique de retrait est réalisée par achats sur le marché au prix de l'offre pendant une période de 10 jours de bourse au moins ou, si les circonstances et les modalités de l'opération le justifient, par centralisation des ordres de vente ou d'échange auprès de l'entreprise de marché ou, sous son contrôle, par l'établissement présentateur.

Les dispositions des articles 5-2-11, troisième alinéa, et 5-2-12 à 5-2-14 s'appliquent aux offres publiques de retrait. Toutefois la société émettrice des titres de capital rémunérant une offre publique de retrait réalisée par voie d'échange peut continuer ses interventions sur ses propres titres dans le cadre du programme de rachat d'actions prévu à l'article L. 225-209 du code de commerce.

## **Chapitre VII**

### **Le retrait obligatoire**

#### **Article 5-7-1**

*Arrêté du 18 décembre 2000 (Journal officiel du 17 juillet 2001)*

A l'issue d'une offre publique de retrait réalisée en application de l'article 5-6-1, 5-6-2, 5-6-3 ou 5-6-4, l'actionnaire ou le groupe majoritaire peut se voir transférer les titres non présentés par les actionnaires minoritaires ou les porteurs de certificats d'investissement ou de certificats de droits de vote dès lors qu'ils ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote moyennant indemnisation de ces derniers.

Lors du dépôt du projet d'offre, l'initiateur fait connaître au Conseil s'il se réserve la faculté de demander la mise en œuvre du retrait obligatoire une fois l'offre terminée et en fonction de son résultat, ou s'il demande que le retrait obligatoire soit réalisé dès la clôture de l'offre publique de retrait.

A l'appui du projet d'offre, l'initiateur fournit au conseil une évaluation des titres de la société visée, effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs, tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité. Cette évaluation est assortie de l'appréciation d'un expert indépendant dont l'agrément a été préalablement soumis au Conseil et notifié par lui à la Commission des opérations de bourse qui dispose d'un droit d'opposition.

Le Conseil examine le projet d'offre dans les conditions prévues par l'article 5-1-9.

### **Article 5-7-2**

Si, lors du dépôt du projet d'offre, l'initiateur s'est réservé la faculté de procéder après l'offre au retrait obligatoire, il indique au Conseil, dans un délai maximal de 10 jours de bourse après la clôture de l'offre, s'il renonce ou non à cette faculté. Sa décision est rendue publique par le Conseil.

Si l'initiateur décide de procéder au retrait obligatoire, il fait connaître au Conseil le prix proposé pour l'indemnisation. Ce prix est au moins égal au prix de l'offre publique de retrait. Il lui est supérieur si des événements susceptibles d'influer sur la valeur des titres concernés sont intervenus depuis la recevabilité de l'offre publique de retrait.

La décision sur le retrait obligatoire est rendue publique par le Conseil qui précise ses conditions de mise en œuvre et notamment la date à laquelle elle devient exécutoire, le délai entre la décision et son exécution ne pouvant être inférieur au délai visé dans l'article 3 du décret n° 96-869 du 3 octobre 1996. Cette décision entraîne la radiation des titres concernés du marché réglementé sur lequel ils étaient admis.

Les dépositaires teneurs de compte procèdent aux opérations de transfert des titres non présentés à l'offre publique de retrait au nom de l'actionnaire ou du groupe majoritaire qui verse le montant correspondant à l'indemnisation de ces titres dans un compte bloqué ouvert à cet effet, dans des conditions fixées par une Décision du Conseil.

### **Article 5-7-3**

Si lors du dépôt du projet d'offre, l'initiateur a demandé au Conseil de procéder au retrait obligatoire dès la clôture de l'offre et quel qu'en soit le

résultat, l'avis d'ouverture de l'offre publié par l'entreprise de marché précise les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire, et notamment la date de sa prise d'effet.

Dès la clôture de l'offre publique de retrait, les titres concernés sont radiés du marché réglementé sur lequel ils étaient admis. A la même date, les dépositaires teneurs de compte procèdent aux opérations de transfert des titres non présentés à l'offre au nom de l'actionnaire ou du groupe majoritaire qui verse le montant correspondant à l'indemnisation de ces titres dans un compte bloqué ouvert à cet effet, dans les conditions fixées par une Décision du Conseil.

#### **Code de Commerce (Partie Législative)**

**Article L233-10** (ex-Art. 356-1-3 Loi 66-537 du 24 Juillet 1966: Loi sur les sociétés commerciales)

*(Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 art. 121 Journal Officiel du 16 mai 2001)*

I. - Sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquiescer ou de céder des droits de vote, ou en vue d'exercer des droits de vote pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société.

II. - Un tel accord est présumé exister :

- 1° Entre une société, le président de son conseil d'administration et ses directeurs généraux ou les membres de son directoire ou ses gérants ;
- 2° Entre une société et les sociétés qu'elle contrôle au sens de l'article L. 233-3 ;
- 3° Entre des sociétés contrôlées par la même ou les mêmes personnes ;
- 4° Entre les associés d'une société par actions simplifiée à l'égard des sociétés que celle-ci contrôle.

III. - Les personnes agissant de concert sont tenues solidairement aux obligations qui leur sont faites par les lois et règlements.



## **Großbritannien**

### **Companies Act 1985**

#### **Part XIII A**

#### **Takeover Offers**

##### **Sec. 429 Right of offeror to buy out minority shareholders**

(1) If, in a case in which a takeover offer does relate to shares of different classes, the offeror has by virtue of acceptances of the offer acquired or contracted to acquire not less than nine-tenths in value of the shares to which the offer relates he may give notice to the holder of any shares to which the offer relates which the offeror has not acquired or contracted to acquire that he desires to acquire those shares.

(2) If, in any case in which a takeover relates to shares of different classes, the offeror has by virtue of acceptances of the offer acquired or contracted to acquire not less than nine-tenths in value of the shares to which the offer relates, he may give notice to the holder of any shares of that class which the offeror has not acquired or contracted to acquire that he desires to acquire those shares.

(3) No notice shall be given under subsection (1) or (2) unless the offeror has acquired or contracted to acquire the shares necessary to satisfy the minimum specified in that subsection before the end of the period of four months beginning with the date of the offer; and no such notice shall be given after the end of the period of two months beginning with date on which he has acquired or contracted to acquire shares which satisfy that minimum.

(4) Any notice under this section shall be given in the prescribed manner; and when the offeror gives the first notice in relation to an offer he shall send a copy of it to the company together with a statutory declaration by him in the prescribed form stating that the conditions for the giving of the notice are satisfied.

(5) Where the offeror is a company (whether or not a company within the meaning of this Act) the statutory declaration shall be signed by a director.

(6) Any person who fails to send a copy of a notice or a statutory declaration as required by subsection (4) or makes such a declaration for the purpose of that subsection knowing it to be false or without having reasonable grounds for believing it to be true shall be liable to imprisonment or a fine, or both, and for continued failure to send the copy or a declaration, to a daily default fine.

(7) If any person is charged with an offence for failing to send a copy of a notice as required by subsection (4) it is a defence for him to prove that he took reasonable steps for securing compliance with that subsection.

(8) Where during the period within which a takeover offer can be accepted the offeror acquires or contracts to acquire any of the shares to which the offer relates but otherwise than by virtue of acceptances of the offer, than, if

—

(a) the value of the consideration for which they are acquired or contracted to be acquired (“the acquisition consideration”) does not at that time exceed the value of the consideration specified in the terms of the offer;

or

(b) those terms are subsequently revised so that when the revision is announced the value of the acquisition consideration, at the time mentioned in paragraph (a) above, no longer exceeds the value of the consideration specified in those terms,

the offeror shall be treated for the purposes of this section as having acquired or contracted to acquire those shares by virtue of acceptance of the offer; but in any other case those shares shall be treated as excluded from those to which the offer relates.

**Sec. 430 Effect of notice under sec. 429**

(1) The following provisions shall, subject to section 430C, have effect where a notice is given in respect of any shares under section 429.

(2) The offeror shall be entitled and bound to acquire those shares on the terms of the offer.

(3) Where the terms of an offer are such as to give the holder of any shares a choice of consideration the notice shall give particulars of the choice and state—

(a) that the holder of the shares may within six weeks from the date of the notice indicate his choice by a written communication sent to the offeror at an address specified in the notice; and

(b) which consideration specified in the offer is to be taken as applying in default of his indicating a choice as aforesaid;

and the terms of the offer mentioned in subsection (2) shall be determined accordingly.

(4) Subsection (3) applies whether or not any time-limit or other conditions applicable to the choice under the terms of the offer can still be complied with; and if the consideration chosen by the holder of the shares—

(a) is not cash and the offeror is no longer able to provide it: or

(b) was to have been provided by a third party who is no longer bound or able to provide it,

the consideration shall be taken to consist of an amount of cash payable by the offeror which at the date of the notice is equivalent to the chosen consideration.

(5) At the end of six weeks from the date of the notice the offeror shall forthwith—

- (a) send a copy of the notice to the company; and
- (b) pay or transfer to the company the consideration for the shares to which the notice relates.

(6) If the shares to which the notice relates are registered the copy of the notice sent to the company under subsection (5) (a) shall be accompanied by an instrument of transfer executed on behalf of the shareholder by a person appointed by the offeror; and on receipt of that instrument the company shall register the offeror as the holder of those shares.

(7) If the shares to which the notice relates are transferable by the delivery of warrants or other instruments the copy of the notice sent to the company under subsection (5) (a) shall be accompanied by a statement to that effect; and the company shall on receipt of the statement issue the offeror with warrants or other instruments in respect of the shares and those already in issue in respect of the shares shall become void.

(8) Where the consideration referred in paragraph (b) of subsection (5) consists of shares or securities to be allotted by the offeror the reference in that paragraph to the transfer of the consideration shall be construed as a reference to the allotment of the shares or securities to the company.

(9) Any sum received by a company under paragraph (b) subsection(5) and any other consideration received under that paragraph shall be held by the company on trust for the person entitled to the shares in respect of which the sum or other consideration was received.

(10) Any sum received by a company under paragraph (b) subsection(5) and any dividend or other sum accruing from any other consideration received by a company under that paragraph, shall be paid into separate bank ac-

count, being an account the balance on which bears interest at an appropriate rate and can be withdrawn by such notice (if any) as is appropriate.

(11) Where after reasonable enquiry made at such intervals as are reasonable the person entitled to any consideration held on trust by virtue of subsection (9) cannot be found and twelve years have elapsed since the consideration was received or the company is wound up the consideration (together with any interest, dividend or other benefit that has accrued from it) shall be paid into court.

(12)-(14) (Apply only to companies registered in Scotland.)

(15) The expenses of any such enquiry as is mentioned in subsection (11) or (13) may be defrayed out of the money or other property held on trust for the person or persons to whom the enquiry relates.

#### **430C Application to the court**

(1) Where a notice is given under section 429 to the holder of any shares the court may, on an application made by him within six weeks from the date on which notice was given—

(a) order that the offeror shall not be entitled and bound to acquire the shares; or

(b) specify terms of acquisition different from those of the offer.

(2) If an application to the court under subsection (1) is pending at the end of the period mentioned in subsection (5) of section 430 that subsection shall not have effect until the application has been disposed of.

(3) Where the holder of any shares exercises his rights under section 430A the court may, on an application made by him or the offeror, order that the terms on which the offeror is entitled and bound to acquire the shares shall be such as the court thinks fit.

(4) No order for costs or expenses shall be made against a shareholder making an application under subsection (1) or (3) unless the court considers—

- (a) that the application was unnecessary, improper or vexatious; or
- (b) that there has been unreasonable delay in making the application or unreasonable conduct on his part in conducting the proceedings on the application.

(5) Where a takeover offer has not been accepted to the extent necessary for entitling the offeror to give notices under subsection (1) or (2) of section 429 the court may, on the application of the offeror, make an order authorising him to give notices under that subsection if satisfied—

- (a) that the offeror has after reasonable enquiry been unable to trace one or more of the persons holding shares to which the offer relates;
- (b) that the shares which the offeror has acquired or contracted to acquire by virtue of acceptances of the offer, together with the shares held by the person or persons mentioned in paragraph (a), amount to not less than the minimum specified in that subsection; and
- (c) that the consideration offered is fair and reasonable;

but the court shall not make an order under this subsection unless it considers that it is just and equitable to do so having regard, in particular, to the number of shareholders who have been traced but who have not accepted the offer.

### **Sec. 430D Joint offers**

(1) A takeover offer may be made by two or more persons jointly and in that event this Part of this Act has effect with the following modifications.

(2) The conditions for the exercise of the rights conferred by sections 429 and 430A shall be satisfied by the joint offerors acquiring or contracting to acquire the necessary shares jointly (as respects acquisitions by virtue of acceptances of the offer) an either jointly or separately (in other cases); and; subject to the following provisions, the rights and obligations of the offeror under those sections and sections 430 and 430B shall be respectively joint rights and joint several obligations of the offerors.

(3) It shall be sufficient compliance with any provisions of those sections requiring or authorising a notice or other document to be given or sent by or to the joint offerors

that it is given or sent by or to any of them; but the statutory declaration required by section 429(4) shall be made by all of them and, in the case of a joint offeror being a company, signed by director of that company.

(4) In sections 428, 430(8) and 430E references to the offeror shall be construed as references to the joint offerors or any of them.

(5) In section 430(6) and (7) references to the offeror shall be construed as references to the joint offerors or such of them as they as they may determine.

(6) In sections 430(4)(a) and 430B(4)(a) references to the offeror being no longer able to provide the relevant consideration shall be construed as references to none of the joint offerors being able to do so.

(7) In section 430C references to the offeror shall be construed as references to the joint offerors except that any application under subsection (3) or (5) may be made by any of them and reference in subsection (5)(a) to the offeror having been unable to trace one or more of the persons holding shares shall be construed as a reference to none of the offerors having been able to do so.

### **Sec. 430E Associates**

(1) The requirement in section 428(1) that a takeover offer must extend to all the shares, or all the shares of any class, in a company shall be regarded as satisfied notwithstanding that the offer does not extend to shares which associates of the offeror hold or have contracted to acquire; but subject to subsection (2), shares which any such associate holds or has contracted to acquire, whether at the time when the offer is made or subsequently, shall be disregarded for the purposes of any reference in this Part of this Act to the shares to which a takeover offer relates.

(2) Where during the period within which a takeover offer can be accepted any associate of the offeror acquires or contracts to acquire any of the shares to which the offer relates, then, if the condition specified in subsection (8)(a) or (b) of section 429 is satisfied as respects those shares they shall be treated for the purposes of that section as shares to which the offer relates.

(3) In section 430A(1) (b) and (2)(b) the reference to shares which the offeror has acquired or contracted to acquire shall include a reference to shares which any associate of his has acquired or contracted to acquire.

(4) In this section “associate, in relation to an offeror means–

- (a) a nominee of the offeror;
- (b) a holding company, subsidiary or fellow subsidiary of the offeror or a nominee of such holding company, subsidiary or fellow subsidiary;
- (c) a body corporate in which the offeror is substantially interested; or
- (d) any person who is, or is a nominee of, a party to an agreement with the offeror for the acquisition of, or of an interest in, the shares which are the subject of the takeover offer, being an agreement which includes provisions imposing obligations or restrictions such as are mentioned in section 204(2)(a).

(5) For the purposes of subsection (4)(b) a company is a fellow subsidiary of another body corporate if both are subsidiaries of the same body corporate but neither is a subsidiary of the other.

(6) For the purposes of subsection (4)(c) an offeror has a substantial interest in a body corporate if–

- (a) that body corporate or its directors are accustomed to act in accordance with his directions or instructions; or
- (b) he is entitled to exercise or control the exercise of one-third or more of the voting power at general meetings of that body.

(7) Subsections (5) and (6) of section 204 shall apply to subsection (4)(d) above as they apply to that section and subsections (3) and (4) of section 203 shall apply for the purpose of subsection (6) above as they apply for the purposes of subsection (2)(b) of that section.

(8) Where the offeror is an individual his associates shall also include his spouse and any minor child and step-child of his.

## ***Italien***

**Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria – (*Testo Unico della Finanza* – TU)**

### **Art. 111 *Diritto di acquisto***

1. Chiunque, a seguito di un'offerta pubblica avente a oggetto la totalità delle azioni con diritto di voto, venga a detenere più del novantotto per cento di tali azioni, ha diritto di acquistare le azioni residue entro quattro mesi dalla conclusione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto.

2. Il prezzo di acquisto è fissato da un esperto nominato dal presidente del tribunale del luogo ove la società emittente ha sede, tenuto conto anche del prezzo dell'offerta e del prezzo di mercato dell'ultimo semestre. All'esperto si applica l'articolo 64 del codice di procedura civile.

3. Il trasferimento ha efficacia dal momento della comunicazione dell'avvenuto deposito del prezzo di acquisto presso una banca alla società emittente, che provvede alle conseguenti annotazioni nel libro dei soci.



## ***Nederlande***

### **Burgerlijk Wetboek, Boek 2. Rechtspersonen**

#### **Titel 4. Naamloze vennootschappen**

##### **Afdeling 2. De aandelen**

###### **Art. 92a.**

1. Hij die als aandeelhouder voor eigen rekening ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van de naamloze vennootschap verschaft, kan tegen de gezamenlijke andere aandeelhouders een vordering instellen tot overdracht van hun aandelen aan de eiser. Hetzelfde geldt, indien twee of meer groepsmaatschappijen dit deel van het geplaatste kapitaal samen verschaffen en samen de vordering instellen tot overdracht aan een hunner.

2. Over de vordering oordeelt in eerste aanleg de ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam. Van de uitspraak staat uitsluitend beroep in cassatie open.

3. Indien tegen een of meer gedaagden verstek is verleend, moet de rechter ambtshalve onderzoeken of de eiser of eisers de vereisten van lid 1 vervullen.

4. De rechter wijst de vordering tegen alle gedaagden af, indien een gedaagde ondanks de vergoeding ernstige stoffelijke schade zou lijden door de overdracht, een gedaagde houder is van een aandeel waaraan de statuten een bijzonder recht inzake de zeggenschap in de vennootschap verbinden of een eiser jegens een gedaagde afstand heeft gedaan van zijn bevoegdheid de vordering in te stellen.

5. Indien de rechter oordeelt dat de leden 1 en 4 de toewijzing van de vordering niet beletten, kan hij bevelen dat een of drie deskundigen zullen be-

richten over de waarde van de over te dragen aandelen. De eerste drie zinnen van artikel 350 lid 3 en de artikelen 351 en 352 zijn van toepassing. De rechter stelt de prijs vast die de over te dragen aandelen op een door hem te bepalen dag hebben. Zo lang en voor zover de prijs niet is betaald, wordt hij verhoogd met rente, gelijk aan de wettelijke rente, van die dag af tot de overdracht; uitkeringen op de aandelen die in dit tijdvak betaalbaar worden gesteld, strekken op de dag van betaalbaarstelling tot gedeeltelijke betaling van de prijs.

6. De rechter die de vordering toewijst, veroordeelt de overnemer aan degenen aan wie de aandelen toebehoren of zullen toebehoren de vastgestelde prijs met rente te betalen tegen levering van het onbezwaarde recht op de aandelen. De rechter geeft omtrent de kosten van het geding zodanige uitspraak als hij meent dat behoort. Een gedaagde die geen verweer heeft gevoerd, wordt niet verwezen in de kosten.

7. Staat het bevel tot overdracht bij gerechtelijk gewijsde vast, dan deelt de overnemer de dag en plaats van betaalbaarstelling en de prijs schriftelijk mee aan de houders van de over te nemen aandelen van wie hij het adres kent. Hij kondigt deze ook aan in een landelijk verspreid dagblad, tenzij hij van allen het adres kent.

8. De overnemer kan zich altijd van zijn verplichtingen ingevolge de leden 6 en 7 bevrijden door de vastgestelde prijs met rente voor alle nog niet overgenomen aandelen te consigneren, onder mededeling van hem bekende rechten van pand en vruchtgebruik en de hem bekende beslagen. Door deze mededeling gaat beslag over van de aandelen op het recht op uitkering. Door het consigneren gaat het recht op de aandelen onbezwaard op hem over en gaan rechten van pand of vruchtgebruik over op het recht op uitkering. Aan aandeel- en dividendbewijzen waarop na de overgang uitkeringen betaalbaar zijn gesteld, kan nadien geen recht jegens de vennootschap meer worden ontleend. De overnemer maakt het consigneren en de prijs per aandeel op dat tijdstip bekend op de wijze van lid 7.

## **Titel 5. Besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid**

### **Afdeling 2. De aandelen**

#### **Art. 201a.**

1. Hij die als aandeelhouder voor eigen rekening ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van de vennootschap verschaft, kan tegen de gezamenlijke andere aandeelhouders een vordering instellen tot overdracht van hun aandelen aan de eiser. Hetzelfde geldt, indien twee of meer groepsmaatschappijen dit deel van het geplaatste kapitaal samen verschaffen en samen de vordering instellen tot overdracht aan een hunner.

2. Over de vordering oordeelt in eerste aanleg de ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam. Van de uitspraak staat uitsluitend beroep in cassatie open.

3. Indien tegen een of meer gedaagden verstek is verleend, moet de rechter ambtshalve onderzoeken of de eiser of eisers de vereisten van lid 1 vervullen.

4. De rechter wijst de vordering tegen alle gedaagden af, indien een gedaagde ondanks de vergoeding ernstige stoffelijke schade zou lijden door de overdracht, een gedaagde houder is van een aandeel waaraan de statuten een bijzonder recht inzake de zeggenschap in de vennootschap verbinden of een eiser jegens een gedaagde afstand heeft gedaan van zijn bevoegdheid de vordering in te stellen.

5. Indien de rechter oordeelt dat de leden 1 en 4 de toewijzing van de vordering niet beletten, kan hij bevelen dat een of drie deskundigen zullen berichten over de waarde van de over te dragen aandelen. De eerste drie zinnen van artikel 350 lid 3 en de artikelen 351 en 352 zijn van toepassing. De rechter stelt de prijs vast die de over te dragen aandelen op een door hem te bepalen dag hebben. Zo lang en voor zover de prijs niet is betaald, wordt hij verhoogd met rente, gelijk aan de wettelijke rente, van die dag af tot de

overdracht; uitkeringen op de aandelen die in dit tijdvak betaalbaar worden gesteld, strekken op de dag van betaalbaarstelling tot gedeeltelijke betaling van de prijs.

6. De rechter die de vordering toewijst, veroordeelt de overnemer aan degenen aan wie de aandelen toebehoren of zullen toebehoren de vastgestelde prijs met rente te betalen tegen levering van het onbezwaarde recht op de aandelen. De rechter geeft omtrent de kosten van het geding zodanige uitspraak als hij meent dat behoort. Een gedaagde die geen verweer heeft gevoerd, wordt niet verwezen in de kosten.

7. Staat het bevel tot overdracht bij gerechtelijk gewijsde vast, dan deelt de overnemer de dag en plaats van betaalbaarstelling en de prijs schriftelijk mee aan de houders van de over te nemen aandelen van wie hij het adres kent. Hij kondigt deze ook aan in een landelijk verspreid dagblad, tenzij hij van allen het adres kent.

8. De overnemer kan zich altijd van zijn verplichtingen ingevolge de leden 6 en 7 bevrijden door de vastgestelde prijs met rente voor alle nog niet overgenomen aandelen te consigneren, onder mededeling van hem bekende rechten van pand en vruchtgebruik en de hem bekende beslagen. Door deze mededeling gaat beslag over van de aandelen op het recht op uitkering. Door het consigneren gaat het recht op de aandelen onbezwaard op hem over en gaan rechten van pand of vruchtgebruik over op het recht op uitkering. Aan aandeel- en dividendbewijzen waarop na de overgang uitkeringen betaalbaar zijn gesteld, kan nadien geen recht jegens de vennootschap meer worden ontleend. De overnemer maakt het consigneren en de prijs per aandeel op dat tijdstip bekend op de wijze van lid 7.

## ***Polen***

### **Kodeks spółek handlowych**

#### **Dział II. Spółka akcyjna**

#### **Rozdział 3. Organy spółki**

#### **Oddział 3. Walne zgromadzenie**

#### **Art. 416.**

§1. Do powzięcia uchwały o istotnej zmianie przedmiotu działalności spółki wymagana jest większość dwóch trzecich głosów.

§2. W przypadku, o którym mowa w § 1, każda akcja ma jeden głos bez przywilejów lub ograniczeń.

§3. Uchwała powinna być powzięta w drodze jawnego i imiennego głosowania oraz ogłoszona.

§4. Skuteczność uchwały zależy od wykupienia akcji tych akcjonariuszy, którzy nie zgadzają się na zmianę. Akcjonariusze obecni na walnym zgromadzeniu, którzy głosowali przeciw uchwale, powinni w terminie dwóch dni od dnia walnego zgromadzenia, natomiast nieobecni w terminie miesiąca od dnia ogłoszenia uchwały, złożyć w spółce swoje akcje lub dowody ich złożenia do rozporządzenia spółki; w przeciwnym przypadku akcjonariusze ci będą uważani za zgadzających się na zmianę.

§5. Jeżeli akcjonariusz nie złożył akcji w terminie określonym w § 4, zarząd unieważnia ją w trybie art. 358, a następnie wydaje nabywcy nowy dokument akcji pod tym samym numerem emisyjnym.

#### **Art. 417.**

§1. Wykupu akcji dokonuje się po cenie notowanej na rynku regulowanym, według przeciętnego kursu z ostatnich trzech miesięcy przed powzięciem uchwały albo też, gdy akcje nie są notowane na rynku regulowanym, po cenie ustalonej przez biegłego wybranego przez walne zgromadzenie. Jeżeli akcjonariusze nie wybiorą biegłego na tym samym walnym zgromadzeniu, zarząd zwróci się w terminie tygodnia od dnia walnego zgromadzenia do sądu rejestrowego o wyznaczenie biegłego celem wyceny akcji będących przedmiotem wykupu. Przepisy art. 312 § 5, 6 i § 8 stosuje się odpowiednio. Wykupu akcji dokonuje się za pośrednictwem zarządu.

§2. Osoby, które zamierzają wykupić akcje powinny wpłacić należność równą cenie wszystkich nabywanych akcji (cena wykupu) na rachunek bankowy spółki w terminie trzech tygodni od dnia ogłoszenia ceny wykupu przez zarząd. Cena wykupu może zostać ogłoszona również na walnym zgromadzeniu.

§3. Zarząd powinien dokonać wykupu akcji na rachunek akcjonariuszy pozostających w spółce w terminie miesiąca od upływu terminu złożenia akcji, o którym mowa w art. 416 § 4, jednakże nie wcześniej niż po wpłaceniu ceny wykupu.

§4. Statut może przewidywać zmianę przedmiotu działalności spółki bez wykupu, jeżeli uchwała powzięta będzie większością dwóch trzecich głosów w obecności osób reprezentujących co najmniej połowę kapitału zakładowego.

#### **Art. 418.**

§1. Walne zgromadzenie może powziąć uchwałę o przymusowym wykupie akcji akcjonariuszy reprezentujących mniej niż 5% kapitału zakładowego przez nie więcej niż pięciu akcjonariuszy, posiadających łącznie nie mniej niż 90% kapitału zakładowego. Uchwała wymaga większości dziewięciu

dziesiątych głosów oddanych. Statut może przewidywać surowsze warunki powzięcia uchwały. Przepisy art. 416 § 2-5 stosuje się odpowiednio.

§2. Uchwała, o której mowa w § 1, powinna określać akcje podlegające wykupowi oraz akcjonariuszy, którzy zobowiązują się wykupić akcje, jak również określać akcje przypadające każdemu z nabywców. Akcjonariusze, którzy mają nabyć akcje i głosowali za uchwałą odpowiadają solidarnie wobec spółki za spłacenie całej sumy wykupu.

§3. Zarząd powinien wydać nabyte akcje po uiszczeniu całej sumy wykupu zgodnie z planem ich podziału, określonym w uchwale, o której mowa w § 2. Przepisy art. 417 § 1-3 stosuje się odpowiednio.

§4. Przepisów o przymusowym wykupie akcji nie stosuje się do spółek publicznych.

#### **Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi**

Art. 86.

1. Komisja, na wniosek emitenta, wydaje decyzję o wycofaniu jego akcji z publicznego obrotu, jeżeli zostały spełnione warunki określone w ust. 2-4.

2. Złożenie wniosku jest dopuszczalne, jeżeli walne zgromadzenie spółki, większością 4/5 głosów oddanych w obecności akcjonariuszy reprezentujących przynajmniej połowę kapitału zakładowego, podjęło uchwałę o wycofaniu akcji z publicznego obrotu. Do wniosku należy dołączyć odpis uchwały.

3. Umieszczenie w porządku obrad walnego zgromadzenia sprawy podjęcia uchwały, o której mowa w ust. 2, może być dokonane wyłącznie w trybie określonym w art. 400 § 1 Kodeksu spółek handlowych. Przepisu § 2 tego artykułu nie stosuje się.

4. Akcjonariusz lub akcjonariusze żądający umieszczenia w porządku obrad sprawy podjęcia uchwały, o której mowa w ust. 2, obowiązani są do uprzedniego ogłoszenia, w trybie i na warunkach określonych w przepisach wydanych na podstawie art. 157, wezwania do zapisania się na sprzedaż akcji tej spółki przez wszystkich pozostałych akcjonariuszy. Do wezwania stosuje się odpowiednio przepisy art. 151-153, art. 155 i art. 156.

5. Ponowne złożenie wniosku o wyrażenie zgody na dopuszczenie akcji do publicznego obrotu może nastąpić nie wcześniej niż po upływie 2 lat od dnia, w którym decyzja, o której mowa w ust. 1, stała się ostateczna. W szczególnie uzasadnionych przypadkach Komisja może skrócić ten termin.

6. Wydanie decyzji o wycofaniu z publicznego obrotu papierów wartościowych opiewających na wierzytelności nie może nastąpić na wniosek.

Art. 155.

1. Cena proponowana w wezwaniu nie może być niższa od:

- 1) średniej ceny rynkowej z ostatnich 6 miesięcy przed dniem ogłoszenia wezwania albo - jeżeli obrót akcjami będącymi przedmiotem wezwania był dokonywany na rynku regulowanym przez okres krótszy niż 6 miesięcy - od średniej ceny z tego krótszego okresu,

- 2) ceny, po której akcje były nabywane w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej - w przypadku gdy przedmiotem wezwania są akcje niebędące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym.
2. Cena, o której mowa w ust. 1, nie może być również niższa niż najwyższa cena, jaką za akcje będące przedmiotem wezwania podmiot wzywający lub podmioty:
  - 1) bezpośrednio lub pośrednio od niego zależne lub bezpośrednio lub pośrednio wobec niego dominujące, lub
  - 2) które łączy porozumienie wymienione w art. 158a ust. 3 pkt 1 - zapłaciły w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania.
3. Za cenę proponowaną w wezwaniu uważa się również wartość rzeczy lub praw, które podmiot wzywający zamierza wydać w zamian za akcje.

## **Schweiz**

### **Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (Börsengesetz - BEHG)**

#### **5. Abschnitt: Öffentliche Kaufangebote**

##### **Art. 33 *Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere***

1 Verfügt der Anbieter nach Ablauf der Angebotsfrist über mehr als 98 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft, so kann er binnen einer Frist von drei Monaten vom Richter verlangen, die restlichen Beteiligungspapiere für kraftlos zu erklären. Der Anbieter muss zu diesem Zweck gegen die Gesellschaft Klage erheben. Die restlichen Aktionäre können dem Verfahren beitreten.

2 Die Gesellschaft gibt diese Beteiligungspapiere erneut aus und übergibt sie dem Anbieter gegen Entrichtung des Angebotspreises oder Erfüllung des Austauschangebotes zugunsten der Eigentümer der für kraftlos erklärten Beteiligungspapiere.

#### **10. Abschnitt: Schlussbestimmungen**

##### **Art. 54 *Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere*- Übergangsvorschrift**



1 Wer bei Inkrafttreten des Gesetzes aufgrund eines früheren öffentlichen Kaufangebotes über mehr als 98 Prozent der Stimmrechte einer Gesellschaft verfügt, kann binnen einer Frist von sechs Monaten ab Inkrafttreten eine Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere nach Artikel 33 verlangen.

2 Der Eigentümer der kraftlos erklärten Beteiligungspapiere hat Anspruch auf einen angemessenen Preis, der sich aufgrund eines Berichts der Revisionsstelle errechnet.

## **Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel vom 2. Dezember 1996 (Börsenverordnung - BEHV)**

### *5. Kapitel: Öffentliche Kaufangebote: Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere*

#### **Art. 54 Berechnung der Stimmrechte**

(Art. 33 Abs. 1 BEHG)

Zur Feststellung, ob der Grenzwert von 98 Prozent nach Artikel 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 der Anbieter im Zeitpunkt des Gesuchs um Kraftloserklärung indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten hält.

#### **Art. 55 Verfahren**

(Art. 33 BEHG)

1 Erhebt der Anbieter gegen die Gesellschaft Klage zwecks Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere, so macht dies die Richterin oder der Richter öffentlich bekannt und weist die restlichen Aktionäre darauf hin, dass sie dem Verfahren beitreten können. Die Richterin oder der Richter setzt dafür eine Frist von mindestens drei Monaten fest. Die Frist beginnt am Tag der ersten Bekanntmachung.

2 Die Bekanntmachung nach Absatz 1 ist dreimal im Schweizerischen Handelsamtsblatt zu veröffentlichen. In besonderen Fällen kann die Richterin oder der Richter noch in anderer Weise für angemessene Veröffentlichung sorgen.

3 Treten Aktionäre dem Verfahren bei, so sind sie in ihren Prozesshandlungen von der beklagten Gesellschaft unabhängig.

4 Die Kraftloserklärung ist sofort im Schweizerischen Handelsamtsblatt, nach Ermessen der Richterin oder des Richters auch anderweitig, zu veröffentlichen.

### **Verordnung 954.193 der Eidgenössischen Bankenkommision über die Börsen und den Effektenhandel vom 25. Juni 1997 (Börsenverordnung-EBK; BEHV-EBK)**

#### **4. Kapitel: Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes 2. Abschnitt: Ermittlung des Angebotspreises**

##### **Art. 37 Börsenkurs**

1 Der Preis des Angebotes muss für jede Art von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft mindestens dem Börsenkurs entsprechen.

2 Der Börsenkurs nach Artikel 32 Absatz 4 des Gesetzes entspricht dem Durchschnitt der während der letzten dreissig Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots an einer Schweizer Börse ermittelten Eröffnungskurse.

3 Er ist von erheblichen Kurseinflüssen durch besondere Ereignisse innerhalb dieses Zeitraumes wie zum Beispiel Dividendenausschüttung oder Kapitaltransaktionen zu bereinigen.

##### **Art. 38 Preis des vorausgegangenen Erwerbs**

1 Der Preis des vorausgegangenen Erwerbs entspricht dem höchsten Preis, den der Erwerber im Laufe der letzten zwölf Monate vor Veröffentlichung des Angebotes für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat.

2 Er ist für jede Art von Beteiligungspapieren getrennt zu ermitteln. Der Festlegung des angemessenen Verhältnisses zwischen den Preisen mehrerer Arten von Beteiligungspapieren gemäss Artikel 32 Absatz 5 des Gesetzes ist der Preis des im Vergleich zum Nominalwert höchstbezahlten Beteiligungspapiers zugrundelegen.

3 Sind im Preis des vorausgegangenen Erwerbs neben Barzahlungen andere wesentliche Leistungen des Erwerbers beziehungsweise Veräusserers, wie z.B. die Gewährung von Sicherheiten oder Sachleistungen, eingerechnet worden, so kann der Mindestpreis um den Betrag, der diesen Leistungen entspricht, erhöht beziehungsweise gemindert werden.

4 Die Erhöhung oder Minderung ist durch eine Prüfstelle (Art. 25 BEHG) beurteilen zu lassen. Die Prüfstelle verfasst einen Bericht und unterbreitet ihn der Übernahmekommision mindestens eine Woche vor der Veröffentlichung des Angebots.

##### **Art. 39 Abgeltung des Angebotspreises**

1 Der Angebotspreis kann durch Barzahlung oder durch den Tausch gegen Beteiligungspapiere geleistet werden.

2 Der Tausch gegen Beteiligungspapiere ist auch dann möglich, wenn ein vorausgegangener Erwerb gegen Barzahlung stattgefunden hat.

#### **Art. 40 Vorausgegangener Erwerb durch Tausch von Beteiligungspapieren**

1 Ist der vorausgegangene Erwerb der Beteiligungspapiere durch Tausch erfolgt, so kann der Anbieter denselben Tausch mit einer Verringerung des Tauschverhältnisses von höchstens 25 Prozent anbieten, auch wenn der Wert der betroffenen Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft inzwischen gesunken ist. Der Wert der zum Tausch angebotenen Beteiligungspapiere muss im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotes jedoch mindestens dem Börsenkurs der nachgefragten Beteiligungspapiere entsprechen.

2 Erfolgt ein Angebot gegen Barzahlung, so sind die beim vorausgegangenen Erwerb durch Tausch erworbenen Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zum Wert im Zeitpunkt des Tausches anzurechnen; die Bewertung ist mit dem Angebot durch eine Prüfstelle zu überprüfen.

#### **Art. 41 Indirekter vorausgegangener Erwerb**

Erfolgte der vorausgegangene Erwerb indirekt im Sinne von Artikel 26 in Verbindung mit Artikel 9 Absatz 3 Buchstabe c, hat der Anbieter den auf die Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft entfallenden Anteil des bezahlten Preises im Angebotsprospekt offenzulegen; die Bewertung dieses Anteils ist durch eine Prüfstelle zu überprüfen.

#### **Art. 42 Bewertung der Beteiligungspapiere**

1 Für die Berechnung des Börsenkurses von zum Tausch angebotenen Beteiligungspapieren gilt Artikel 37 Absatz 2 analog; die Bewertung ist durch eine Prüfstelle zu überprüfen.

2 Wenn nicht-kotierte Beteiligungspapiere oder kotierte Beteiligungspapiere mit einem illiquiden Markt zum Tausch angeboten werden oder bei einem vorausgegangenen Erwerb getauscht wurden, so müssen sie von einer Prüfstelle bewertet werden.

#### **Art. 43 Ausnahmen**

Die Übernahmekommission kann im Einvernehmen mit der Bankenkommission aus wichtigen Gründen dem Anbieter in Einzelfällen Ausnahmen von den Regelungen dieses Abschnittes (Art. 37 - 42) gewähren.

### **Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz; FusG) – Entwurf (Stand: Juni 2000)-**

#### **Art. 8 Abfindung**

1 Die an der Fusion beteiligten Gesellschaften können im Fusionsvertrag vorsehen, dass die Gesellschafterinnen und Gesellschafter zwischen Anteils- oder Mitgliedschaftsrechten und einer Abfindung wählen können.

2 Die an der Fusion beteiligten Gesellschaften können im Fusionsvertrag auch vorsehen, dass nur eine Abfindung ausgerichtet wird.

### **Art. 12 Abschluss des Fusionsvertrags**

- 1 Der Fusionsvertrag muss von den obersten Leitungs- oder Verwaltungsorganen der an der Fusion beteiligten Gesellschaften abgeschlossen werden.
- 2 Er bedarf der schriftlichen Form und der Zustimmung der Generalversammlung beziehungsweise der Gesellschafterinnen und Gesellschafter der beteiligten Gesellschaften (Art. 18).

### **Art. 18 Fusionsbeschluss**

- 5 Sieht der Fusionsvertrag nur eine Abfindung vor, so bedarf der Fusionsbeschluss der Zustimmung von mindestens 90 Prozent der stimmberechtigten Gesellschafterinnen und Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft.

### **Vorentwurf zu einem Bundesgesetz über die Fusion, Spaltung und Umwandlung von Rechtsträgern (Fusionsgesetz) – (Stand: November 1997)**

### **Art. 23 Anwendungsbereich**

3. Besitzt die übernehmende Kapitalgesellschaft mindestens 98 Prozent der Stimmrechte der übertragenden Kapitalgesellschaft, so kann sie innerhalb von drei Monaten nach der Veröffentlichung des Fusionsbeschlusses verlangen, dass ihr die verbleibenden Anteile gegen Erstattung des wirklichen Werts übertragen werden.

## Literaturverzeichnis

1. *Heinz Dieter Assmann/Nathalie Bassaldua/Friedrich Bozenhardt/Martin Peltzer*, Übernahmeangebote, ZGR 1990 (Sonderheft Nr. 9)
2. *Heinz Dieter Assmann*, Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebote, AG 1995, S. 563
3. *Thomas von Ballmoos*, Art. 23 Abs. 3 VE Fusionsgesetz – ein problematischer Schritt in Richtung eines allgemeinen Rechts zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre, SJZ 1999, S. 113
4. *Hanno M. Bästlein*, Zur Feindlichkeit öffentlicher Übernahmeangebote: eine ökonomische Betrachtung von Ursachen und Auswirkungen unter besonderer Berücksichtigung der deutschen Situation, Frankfurt am Main-Berlin-Bern-New York-Paris-Wien 1997
5. *Karl-Hermann Baumann*, Übernahmegesetz schafft Wettbewerbsgleichheit, WM 1999, 1968
6. *Philipp A. Baums*, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären nach §§ 327 a ff. AktG n.F. – Einzelfragen, WM 2001, S. 1843
7. *Theodor Baums*, Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung [in:] Rüdiger von Rosen/Werner G. Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Heusenstamm 1999, S. 165 (auch als Download unter [www.dai.de](http://www.dai.de) )
8. *Theodor Baums*, Vorschlag eines Gesetzes zu öffentlichen Übernahmeangeboten, ZIP 1997, S. 310

9. *Walter Bayer*, Aktionärsklagen de lege lata und de lege ferenda, NJW 2000 Nr. 36 – Sonderdruck, S. 2609
10. *Walter Bayer*, Die Kontrollfunktion der Aktienrechtlichen Anfechtungsklage – Rechtsdogmatische Grundlegung [in:] Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 1999, Köln 2000, S....
11. *Ralph Beckmann*, Übernahmeangebote in Europa, Münster 1995
12. *Martin van Beirs*, Rachat force d'actions minoritaires : un volte-face législatif, veröffentlicht im Internet unter <http://www.idefisc.cx/articles/actions-minoritaires.html>
13. *Urs Behnisch/Raffael Büchi*, Mängel des Fusionsgesetz-Entwurfes. Fehlende Wertungskongruenz von Zivil- und Steuerrecht, NZZ vom 15.9.2001, S. 22
14. *Hildegard Bison*, Missbrauch der Anfechtungsklage durch den Aktionär, Frankfurt am Main-Berlin-Bern-New York-Paris-Wien 1997
15. *Uwe Blaurock/Peter Jung* (Hrsg.), Das belgische Kapitalgesellschaftsrecht, 2. Aufl. (Serie: Ausländische Aktiengesetze), Baden-Baden 1999
16. *Anita Błaszczak*, Mali zawadzają dużym, Rzeczpospolita vom 17.9.2001
17. *Peter Böckli*, Schweizer Aktienrecht, 2. Aufl. Zürich 1996
18. *Andreas Bohrer*, Unfriendly Takeovers. Unfreundliche Unternehmensübernahmen nach schweizerischem Kapitalmarkt- und Aktienrecht, Zürich 1997

19. *Harald Borner*, Die Regulierung des Schweizer Takeover-Marktes. Eine ökonomische Analyse, ZSR 1998, S. 263
20. *Grzegorz Brycki*, Wyciskanie drobnych, Rzeczpospolita vom 2.7.2001
21. *Roland von Büren/Thomas Kindler*, Der Vorentwurf zu einem neuen Bundesgesetz über die Fusion, Spaltung und Umwandlung von Rechtsträgern (Fusionsgesetz; FusG), SZW 1998, S. 1
22. *Robert Charles Clark*, Corporate Law, Boston-Toronto 1986
23. *Maurice Cozian/Alain Viandier*, Droit des sociétés, 10<sup>e</sup> éd., Paris 1997
24. *Erik Daems*, The New Squeeze-Out Procedure in Belgium, veröffentlicht im Internet unter: [http://www.bakernet.com/Publications/Documents/813\\_tx.htm](http://www.bakernet.com/Publications/Documents/813_tx.htm)
25. *Paul L. Davies/D.D. Prentice*, Gower's Principles of Modern Company Law, 7<sup>th</sup> ed., London 1997
26. *Jan Dědič/Ivana Bučková*, Übernahmerecht und Meldepflicht in Tschechien, RIW 1999, S. 193
27. *Frank Diemer/Kai Hasselbach*, Öffentliche Übernahmeangebote in Italien, NZG 2000, S. 824
28. *Alistair Defriez*, Takeover Regulation in the United Kingdom [in:] Rüdiger von Rosen/Werner G. Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Heusenstamm 1999, S. 29 (auch als Download unter [www.dai.de](http://www.dai.de) )

29. *Peter Doralt*, Die „Private“ Aktiengesellschaft in Österreich – eine Skizze, AG 1995, S. 538
30. *Peter Doralt/Christian Novotny/Martin Schauer* (Hrsg.), Takeover-Recht, Wien 1997
31. *Jean Nicolas Druey*, Die personalistische Aktiengesellschaft in der Schweiz, AG 1995, S. 545
32. *Tim Drygala*, Die Vorschläge der SLIM-Arbeitsgruppe zur Vereinfachung des Europäischen Gesellschaftsrechts, AG 2001, S. 291
33. *Ulrich Ehrlicke/Markus Roth*, Squeeze-out im geplanten deutschen Übernahmerecht, DStR 2001, S. 1120
34. Empfehlungen der Expertenkommission „Unternehmensübernahmen“ (vom 17. Mai 2000) – Eckpunkte eines künftigen Übernahmegesetzes, abgedruckt in WM Sonderbeilage Nr. 2 zu Heft 31/2000, 37
35. *John H. Farrar/Brenda Hannigan*, Farrar’s Company Law, 14<sup>th</sup> Ed., London-Edinburgh-Dublin 1998
36. *Holger Fleischer*, Anmerkung zur BVerfG, Beschl. v. 23.08.2000 (Moto Meter AG), DNotZ 2000, S. 876
37. *Forum Europaeum Konzernrecht*, Konzernrecht für Europa, ZGR 1998, 672 (zit. *Forum Europaeum Konzernrecht/Verfasser*)
38. *Joachim Ganske*, Umwandlungsrecht, 2.Aufl. Düsseldorf 1995
39. *Bryan A. Garner* (ed.), Black’s Law Dictionary, 7th edition, St. Paul, Minn.1999



40. *Wolfgang Groß*, Übernahmekodex für Öffentliche Übernahmeangebote: Anerkennung und Rolle des begleitenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens, DB 1996, S. 1909
41. Großkommentar zu Aktiengesetz, 4. Aufl. 15. Lf. §§ 54-66, Berlin-New York 2000 (zit. *Großkomm.AktG/Verfasser*)
42. *Marco Gruber*, Die Pflicht zum Übernahmeangebot im neuen Börsengesetz, Zürich 1996
43. *Barbara Grunewald*, Der Ausschluss aus Gesellschaft und Verein, Köln-Berlin-Bonn-München 1987
44. *Yves Guyon*, Droit des Affaires, Tome 1 Droit commercial général et Sociétés, 8<sup>e</sup> éd. Paris 1994
45. *Mathias Habersack*, Europäisches Gesellschaftsrecht, München 1999
46. *Mathias Habersack*, Der Finanzplatz Deutschland und die Rechte der Aktionäre, ZIP 2001, 1230
47. *Dirk Halm*, „Squeeze-Out“ heute und morgen: Eine Bestandsaufnahme nach dem künftigen Übernahmerecht, NZG 2000, 1162
48. *Thomas Heidel/Daniel Lochner*, Squeeze-out ohne hinreichenden Eigentumsschutz, DB 2001, S. 2031
49. *Klaus E. Herkenroth*, Konzernierungsprozesse im Schnittfeld von Konzernrecht und Übernahmerecht Berlin 1994
50. *Rod Alexander Herring*, Die neuen belgischen Vorschriften zum Ausschluss und Austritt von Gesellschaftern, RIW 1996, S. 644

51. *Heribert Hirte/Albert A. Schander*, Organpflichten bei Unternehmensübernahmen, [in:] Rüdiger von Rosen/Werner G. Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Heusenstamm 1999, S. 341 (auch als Download unter [www.dai.de](http://www.dai.de))
52. *Hans-Joachim Holzapfel/Reinhard Pöllath*, Unternehmenskauf in Recht und Praxis. Rechtliche und steuerliche Aspekte, 8. Aufl. Köln 1997
53. *Peter Hommelhoff/Klaus J. Hopt/Marcus Lutter* (Hrsg.), Konzernrecht und Kapitalmarktrecht, München-Wien-Bern 2001
54. *Klaus J. Hopt*, Auf dem Weg zum deutschen Übernahmengesetz – Überlegungen zum Richtlinienentwurf 1997, zum Übernahmekodex (1997) und zum SPD-Entwurf 1997, Festschrift für Wolfgang Zöllner, Bd. I, Köln-Berlin-Bonn-München 1998, S. 253
55. *Klaus J. Hopt*, Europäisches und deutsches Übernahmerecht, ZHR 1997, S. 368
56. *Uwe Hüffer*, Aktiengesetz, 4. Aufl. München 1999
57. *Ulrich Immenga/Bernd Noll*, , Feindliche Übernahmeangebote aus wettbewerbspolitischer Sicht, Luxemburg 1990 (erstellt auf Auftrag der Kommission der Europäischen Gemeinschaften)
58. *Harald Kallmeyer*, Anwendung von Verfahrensvorschriften des Umwandlungsgesetzes auf Ausgliederungen nach Holzmüller, Zusammenschlüsse nach der Pooling-of-interests-Methode und die sog. Übertragende Auflösung, Festschrift für Marcus Lutter, Köln 2000, S. 1245
59. *Harald Kallmeyer*, Ausschluss von Minderheitsaktionären, AG 2000, 59

60. *Harald Kallmayer*, Der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, AG 1996, S. 169
61. *Harald Kallmayer*, Die Mängel des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, ZHR 1997, S. 435
62. *Harald Kallmayer*, Pflichtangebote nach dem Übernahmekodex und dem neuen Vorschlag 1997 einer Takeover-Richtlinie, ZIP 1997, S. 2147
63. *Susanne Kalss*, Das neue Übernahmegesetz als Teil des Kapitalmarktrechts in Österreich, NZG 1999, S. 421
64. *Martin Karollus/Reinhard Geist*, Das österreichische Übernahmegesetz – (k)ein Papiertiger?! – eine Fallstudie, NZG 2000, S. 1145
65. *Christian Kirchner/Ulrich Ehrlicke*, Funktionsdefizite des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, AG 1998, S. 105
66. *Tobias Klass*, Der Buyout von Aktiengesellschaften, Baden-Baden 2000
67. *Heinz-Christian Knoll*, Die Übernahme von Kapitalgesellschaften, Baden-Baden 1992
68. *Iwona Knurowska*, Możliwości wyłączenia akcjonariusza ze spółki akcyjnej, PPH 4/2001, S. 26
69. *Iwona Knurowska*, Przymusowe umorzenie udziałów lub akcji w spółkach kapitałowych, Pr.Sp. 4/2001
70. Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl., Band 1 §§ 1-75, Köln-Berlin-Bonn-München 1986-1988 (1988) (zit. KK/*Varfasser*)

71. *Christian Köpfl*, Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach einem öffentlichen Übernahmeangebot, SJZ 1998, S. 53
72. *Hans-Georg Koppensteiner*, Abhängige Aktiengesellschaften aus rechtspolitischer Sicht, Festschrift für Ernst Steindorf, Berlin-New York 1990, S. 77
73. *Alfred Kossmann*, Ausschluss („Freeze-out“) von Aktionären gegen Barabfindung, NZG 1999, 1198
74. *Hartmut Krause*, Das obligatorische Übernahmeangebot. Eine juristische und ökonomische Analyse, Baden-Baden 1996
75. *Karl Kreuzer* (Hrsg.), Öffentliche Übernahmeangebote, Baden-Baden 1992
76. *Bruno Kropff*, Aktiengesetz, Textausgabe des Aktiengesetzes vom 6.9.1965 mit Begründung des Regierungsentwurfs und Bericht des Rechtsausschusses, 1965 (zit. AktG 1965)
77. *Daniela, Kuhr*, Rausgedrängt, Süddeutsche Zeitung vom 17.08.2001, S. 19
78. *Peter V. Kunz*, Einige Aspekte zur Kraftloserklärungsklage, SZW 4/1999, S. 181
79. *Volker Land*, Das neue deutsche Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – Anmerkungen zum Regierungsentwurf, DB 2001, 1707
80. *Volker Land/Karl Hasselbachl*, „Going Private“ und „Squeeze-out“ nach dem deutschem Aktien-, Börsen-, und Übernahmerecht, DB 2000, 557

81. *Volker Land/Karl Hasselbachl*, Das neue deutsche Übernahmengesetz, DB 2001, S. 1747
82. *Thomas Liebscher*, Das Übernahmeverfahren nach dem neuen Übernahmengesetz, ZIP 2001, S. 853
83. *Helmut Loehr*, Der freiwillige Übernahmekodex [in:] Rüdiger von Rosen/Werner G. Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Heusenstamm 1999, S. 149 (auch als Download unter [www.dai.de](http://www.dai.de) )
84. *Helmut Loehr*, Der neue Verhaltenskodex für Unternehmensübernahmen in der praktischen Umsetzung – Eine Zwischenbilanz, WM 1997, S. 1374
85. *Marcus Lutter* (Hrsg.), Umwandlungsgesetz – Kommentar, 2. Aufl. Köln 2000
86. *Marcus Lutter/Tilman Bezenberger*, Für eine Reform des Spruchverfahrens im Aktien- und Umwandlungsrecht, AG 2000, S. 433
87. *Marcus Lutter/Tim Drygala*, Die Übertragende Auflösung: Liquidation der Aktiengesellschaft oder Liquidation des Minderheitenschutzes ?, Festschrift für Bruno Kropff, Düsseldorf 1997, S. 191
88. *Marcus Lutter/Rolf Leinekugel*, Planmäßige Unterschiede im umwandlungsrechtlichen Minderheitenschutz ?, ZIP 1999, S. 261
89. *Christian J. Meier-Schatz* (Hrsg.), Das neue Börsengesetz der Schweiz, Bern-Stuttgart-Wien, 1996
90. *Hanno Merkt*, US-Amerikanisches Gesellschaftsrecht, Heidelberg 1991

91. *Philippe Merle*, Droit commercial. Sociétés commerciales, 5e éd., Paris 1996
92. *Andreas Möller/Thorsten Pötsch*, Das neue Übernahmerecht – Der Regierungsentwurf vom 11.Juli 2001, ZIP 2001, 1256
93. *Geoffrey Morse*, Charlesworth & Morse Company Law, 14<sup>th</sup> ed. London 1991
94. *Peter Mülbart*, Übernahmerecht zwischen Kapitalmarktrecht und Aktien(konzern)recht – die konzeptionelle Schwachstelle des RegE WpÜG, ZIP 2001, S. 1221
95. *Hans-Werner Neye*, Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, ZIP 1995, S. 1464
96. *Aleksandra Niedzielska*, Wycisnięcie, czyli eliminacja mniejszościowych akcjonariuszy, Rzeczpospolita vom 11.5.2001
97. *Peter Nobel*, Börsengesetz: Zur Kraftloserklärung von Resttiteln aus früheren öffentlichen Kaufangeboten, SZW 1/1998, S. 37
98. *Peter Nobel*, Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz; BEHG) Vorentwurf der Expertengruppe vom März 1991
99. *Peter Nobel*, Das Schweizerische Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG), WM 1996, S. 100
100. *Alan C. Page*, Self-Regulation: The Constitutional Dimension, Modern Law Review 3/1986, (Volume 49) S. 141

101. *Torsten Peters*, Übertragung von Gesellschaftsvermögen und „Freezeout“ – Konfliktpotential im Minderheitenschutz, BB 1999, 801
102. *Sorika Pluskat*, Das geplante neue Übernahmerecht nach dem Referentenentwurf des BMF, DStR 2001, S. 897
103. *Thorsten Pötsch/Andreas Möller*, Das künftige Übernahmerecht – Der Diskussionsentwurf des Bundesministeriums der Finanzen zu einem Gesetz zur Regelung von Unternehmensübernahmen und der Gemeinsame Standpunkt des Rates zur europäischen Übernahmerichtlinie, WM Sonderbeilage Nr. 2 zu Heft 31/2000
104. *Armin Reinisch*, Der Ausschluss von Aktionären aus der Aktiengesellschaft, Köln 1992
105. *Eberhard Maria Richter*, Chancen für eine Übernahmeregulierung in Europa. Das künftige Gemeinschaftsrecht im Vergleich mit dem britischen „City Code on Takeovers and Mergers“, Aachen, 1998
106. *Klaus Riehmer/Oliver Schröder*, Der Entwurf des Übernahmengesetzes im Lichte von Vodafone/Mannesmann NZG 2000, S. 820
107. *Klaus Riehmer/Oliver Schröder*, Praktische Aspekte bei der Planung, Durchführung und Abwicklung eines Übernahmeangebots, BB 2001 Beilage zum Heft 20/2001
108. *Rüdiger von Rosen*, Squeeze-Out – Chance für den Aktienmarkt, Die Welt vom 30 April 2001
109. *Gabriele Roskopf*, Selbstregulierung von Übernahmeangeboten in Großbritannien, Berlin 1999

110. *Philipp Rühland*, Der squeezeout nach dem RefE zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 12.3.2001, NZG 2001, 448
111. *Philipp Rühland*, Die Abfindung von aus der Aktiengesellschaft ausgeschlossenen Minderheitsaktionären – Ein Diskussionsbeitrag zum Entwurf eines Übernahmegesetzes vom Bundesministerium der Finanzen vom 29.6.2000, WM 2000, S. 1884
112. *Matthias Santelmann*, Gutachten zum Squeeze Out de lege lata und de lege ferenda (15. Januar 2001), veröffentlicht und abrufbar ausschließlich im Internet unter: <http://www.msantelmann.de/deutsch/neues/start.html>
113. *Albert A. Schander*, Selbstregulierung versus Kodifizierung – Versuch einer Standortbestimmung des deutschen Übernahmerechts, NZG 1998, S. 799
114. *Maximilian Schiessl*, Ist das deutsche Aktienrecht kapitalmarkttauglich?, AG 1999, 442
115. *Tobias Schmid*, Öffentliche Übernahmeangebote in Italien, AG 1999, S. 402
116. *Karsten Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 3. Aufl., Köln-Berlin-Bonn-München 1997
117. *Stephan Schuster/Stefan Rudolf*, Übernahmerecht in der Schweiz [in:] Rüdiger von Rosen/Werner G. Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Heusenstamm 1999, S. 41 (auch als Download unter [www.dai.de](http://www.dai.de) )



118. *Ulrich Seibert*, Gesellschaftsrechtliche Reformvorhaben in Deutschland und Europa [in:] Karsten Schmidt, Bodo Riegger, Gesellschaftsrecht 1999 RWS-Forum, Köln 2000
119. *Patrick Sinewe*, Keine Anfechtungsklage gegen Umwandlungsbeschlüsse bei wertbezogenen Informationsmängel, DB 2001, S. 690
120. *Stanisław Sottysiński/ Andrzej Szajkowski/ Andrzej Szumański*, Uzasadnienie projektu ustawy – prawo spółek handlowych (Begründung des Gesetzesentwurfs – Recht der Handelsgesellschaften), *Studia Prawnicze* 1999, Heft 1-2, S. 143
121. *Stanisław Sottysiński/Andrzej Szajkowski/Janusz Szwaja*, Kodeks handlowy. Komentarz, Band II, 2. Aufl., Warszawa 1998
122. *Peter Stockenhuber*, Take-Overs nach österreichischem Übernahmerecht, *RIW* 1999, S. 752
123. *Andrzej Szumański*, Prymat kapitału nad osobą, Rzeczpospolita vom 14.02.2001, Beilage „Prawo“
124. *Jürgen Than*, Zwangsweises Ausscheiden von Minderheitsaktionären nach Übernahmeangebot?, Festschrift für Claussen, Köln-Berlin-Bonn-München 1997, 405
125. *Gerorg F. Thoma*, Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, *ZIP* 1996, S. 1725
126. *Wolfram Timm*, Zur Sachkontrolle von Mehrheitsentscheidungen im Kapitalgesellschaftsrecht, *ZGR* 1987, S. 403
127. *Eberhard Vetter*, Squeeze-out nur durch Hauptversammlungsbeschluss? DB 2001, 743

128. *Eberhard Vetter*, Squeeze-out in Deutschland, ZIP 2000, 1815
129. *Eberhard Vetter*, Börsenkurs und Unternehmensbewertung – Anmerkung zum Beschluss des BGH vom 12.03.2001 (DAT/Altana), DB 2001, 1347
130. *Nedim Peter Vogt/Rolf Watter* (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel 1999
131. *H. C. S. Warendorf/Richard L. Thomas/Eddy Wymeersch* (ed.), Belgian Company Law (Series of Legislation in Translation 11), Hague-London-Boston 1996
132. *Herbert Wiedemann*, Anmerkung zur BGH Urteil v. 1.2.1988 – II ZR 75/87 (Linotype), JZ 1989, S. 447
133. *Herbert Wiedemann*, Gesellschaftsrecht, Bd. I., Allgemeine Lehren, München 1980
134. *Herbert Wiedemann*, Minderheitsrechte ernstgenommen – Gedanken aus Anlaß der Magna Media-Entscheidung, ZGR 1999, S. 856
135. *Gerhard Wirth/Lothar Weiler*, Änderung des Übernahmekodex ab 1.1.1998: Das erweiterte Pflichtangebot, DB 1998, S. 117
136. *Eddy Wymeersch*, The regulation of takeover bids in a comparative perspective, Bonn 1993
137. *Alexander Zinser*, Übernahmeangebote (takeover bids) im englischen und deutschen Recht, Frankfurt am Main-Berlin-Bern-Bruxelles-New York-Oxford-Wien 2000

138. *Wolfgang Zöllner*, Kontrollrechte des einzelnen Aktionärs: Beschränkung, Erweiterung und Missbrauchsbekämpfung [in:] ZGR Sonderheft 12: Reformbedarf im Aktienrecht 1994, S. 147
139. *Christian Zschocke*, Das neue Übernahmerecht in Österreich im Vergleich zum Übernahmerecht in Frankreich, Belgien und den Niederlanden [in:] Rüdiger von Rosen/Werner G. Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Heusenstamm 1999, S. 77 (auch als Download unter [www.dai.de](http://www.dai.de) )

## **Stellungnahmen:**

140. Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts zum Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von Unternehmensübernahmen (Frankfurt am Main, den 21 Juli 2000) im Internet unter [http://www.dai.de/internet/dai/dai.nsf/WebAnsichtPublikationenPressemitteilung-  
gen/8DF4823627762EDFC12569C3004E4BE9/\\$File/stellungnahme  
uebernahmegesetz.pdf](http://www.dai.de/internet/dai/dai.nsf/WebAnsichtPublikationenPressemitteilung/8DF4823627762EDFC12569C3004E4BE9/$File/stellungnahmeuebernahmegesetz.pdf)
141. Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltsvereins e.V. zur Ergänzung des Aktiengesetzes durch einen Titel „Aktienerwerb durch den Hauptaktionär“, abgedruckt in NZG 1999, 850 ff., im Internet unter [www.anwaltsverein.de/03/05/index.html](http://www.anwaltsverein.de/03/05/index.html)
142. *Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltsvereins e.V. zum Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen für ein Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernah-*

*men (WÜG) Berlin, April 2001 Nr. 13 /2001 im Internet unter:*  
<http://www.rws-verlag.de/volltext/wueg.htm>

143. Übernahmegesetz: Gemeinsame Stellungnahme von BVI/DSW/SdK zur konkreten Entwicklung (BVI Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften e.V./ Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. /Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre e.V.) im Internet unter: [http://www.dsw-info.de/dsw\\_presse\\_tpl.php?DARTID=50&](http://www.dsw-info.de/dsw_presse_tpl.php?DARTID=50&) , Downloadversion unter <http://www.bvi.de/downloads/CORE-4WQHH7pm140501.pdf>
144. Stellungnahme und Presserklärungen der Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre (SDK) im Internet unter: <http://sdk.softbox.de/aktuell.php?id=107> , <http://sdk.softbox.de/aktuell.php?id=126>, <http://sdk.softbox.de/aktuell.php?id=129> .
145. Stellungnahme des Bundesverband der Deutschen Industrie, Deutschen Industrie- und Handelstages und Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände zum Referentenentwurf für das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – WÜG (30 März 2001) im Internet unter: <http://www.bdi-online.de>
146. Stellungnahme des Finanzplatz e.V. zum Entwurf eines Übernahmegesetzes (20 Juli 2000) im Internet unter: [www.finanzplatz.de](http://www.finanzplatz.de)
147. Stellungnahme des Finanzplatz e.V. zum Referentenentwurf des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes WÜG (26 März 2001) im Internet unter: [www.finanzplatz.de](http://www.finanzplatz.de)