

Herausgegeben von Andreas Fuchs,
Markus Stoffels und Dirk A. Verse

Philipp Loosen

Reformbedarf im Spruchverfahren

Empirische Analyse, Rechtsvergleich
mit US-amerikanischem Recht
und Reformvorschläge

Inhaltsverzeichnis

Einführung	1
A. Überblick zum Spruchverfahren	1
I. Einleitung.....	1
1. Grundlagen	1
2. Verfahrensbeteiligte	4
3. Verfahrensablauf	5
II. Verfassungsrechtliches Spannungsfeld	6
III. Geschichte des Spruchverfahrens	8
1. Reform 1994.....	8
2. Reform 2003.....	9
B. Ziel und Gegenstand der Untersuchung	11
I. Gliederung der Untersuchung	11
II. Inhaltliche Schwerpunkte.....	11
III. Begrenzung des Untersuchungsgegenstands.....	13
Erster Teil: Status quo des Spruchverfahrens	17
A. Einleitung.....	17
I. Ermittlung von Reformbedarf	17
II. Eigene empirische Auswertung.....	19
1. Notwendigkeit einer eigenen empirischen Erhebung	19
2. Methodik der eigenen empirischen Erhebung	20
B. Anwendungsbereich und praktische Bedeutung	23
I. Materiell-rechtliche Anknüpfungspunkte	23
1. Anwendungsbereich gem. § 1 SpruchG	23
2. Weitere anerkannte Anwendungsfälle.....	24
3. Dem Spruchverfahren nicht zugängliche Sachverhalte	25
II. Praktische Relevanz von Spruchverfahren	27
1. Häufigkeit von Spruchverfahren.....	27
a) Untersuchungen in der Literatur.....	27
b) Eigene empirische Ergebnisse	27
2. Verhältnis Anzahl Spruchverfahren zu Strukturmaßnahmen	32
III. Zusammenfassung.....	33
C. Gerichtsverfahren und Verfahrensdauer	35
I. Verfahrensablauf	36
1. Zugangsschwelle	36

a) Antragsberechtigung	36
b) Begründungspflicht und konkrete Bewertungsrüge	36
c) Anzahl der Antragsteller	40
2. Verfahren nach Antragstellung	42
a) Antragsfrist	43
b) Verfahrensablauf nach Antragstellung	44
c) Zurückdrängung des Amtsermittlungsgrundsatzes	45
d) Informationsasymmetrie und geheime Unterlagen	46
e) Verfahrensförderungspflicht	47
II. Sachverständige vor und im Spruchverfahren	48
1. Veränderung durch das UmwG 1994	49
2. Veränderungen durch das SpruchG 2003	50
III. Gemeinsamer Vertreter	52
1. Ursprüngliche Rolle und <i>Feldmühle</i> -Entscheidung	52
2. Rolle des gemeinsamen Vertreters seit 1965	53
3. Reform durch das SpruchG und heutige Rolle in der Praxis	54
IV. Rechtsmittel und Gerichtsorganisation	55
1. Rechtsmittel	55
2. Gerichtsorganisation	57
V. Verfahrensdauer	58
1. Bisherige Untersuchungen in der Literatur	58
2. Eigene empirische Ergebnisse	60
a) Verfahrensdauer nach altem Recht	60
b) Verfahrensdauer nach neuem Recht	62
c) Weitere Analysen zur Verfahrensdauer	67
aa) Dauer in Abhängigkeit vom Instanzenzug	67
bb) Dauer in Abhängigkeit vom Eingangsgericht	68
cc) Dauer in Abhängigkeit der Verfahrensbeendigung	69
dd) Dauer in Abhängigkeit von den Strukturmaßnahmen	70
ee) Dauer in Abhängigkeit von der Anzahl der Antragsteller	71
3. Ergänzende Betrachtungen	72
a) Vergleich mit anderen zivilrechtlichen Verfahren	72
b) Rechtsschutz gegen überlange Verfahrensdauer	73
4. Zusammenfassung des empirischen Befunds	73
VI. Exkurs: Schutz im Vorfeld des Spruchverfahrens	74
1. Prüfung durch gerichtlich bestellten Prüfer	74
2. Gegenanträge und Verhandlungen im Rahmen der HV	75
3. Parteivereinbarungen	76
4. Ausgangspunkt für Reformüberlegungen	77
VII. Zusammenfassende Analyse des Reformbedarfs	77

D. Risiko-Nutzen-Relation.....	81
I. Erhöhung der Kompensation und <i>reformatio in peius</i>	81
1. Gesetzliche Regelung.....	81
2. Empirischer Befund der Risiko-Nutzen-Relation.....	83
a) Bisherige Untersuchungen in der Literatur	83
b) Eigene empirische Ergebnisse	84
aa) Erhöhung der Kompensation insgesamt	84
bb) Erhöhung nach Strukturmaßnahmen.....	84
c) Stellungnahme.....	85
II. Kostenregelung im Spruchverfahren.....	85
1. Einleitung.....	85
2. Ursprüngliche Regelung vor dem SpruchG 2003.....	86
3. Neuregelung im SpruchG 2003.....	86
a) Gerichtliche Kosten.....	87
b) Außergerichtliche Kosten	87
4. Kritik in der Literatur.....	88
III. Verzinsung.....	89
IV. Vergleiche und Vergleichsmehrwerte	91
1. Abschluss eines Vergleichs	91
2. Empirischer Befund	92
3. Vergleichsmehrwerte	94
a) Vergleichsinhalt.....	95
b) Wirksamkeit der Vergleiche.....	95
V. Zusammenfassende Analyse des Reformbedarfs	96
E. Rechtsfolgen und Prüfungsmaßstab	99
I. Rechtsfolgen des Spruchverfahrens	99
II. Gesetzliche Vorschriften zum Bewertungsmaßstab.....	99
III. Bewertungsmaßstäbe der Gerichte	100
1. Einleitung.....	100
a) Prinzipien der Unternehmensbewertung durch Gerichte.....	100
b) Methoden der Kompensationsbestimmung	102
2. Ergebnisbezogene Bewertungsmaßstäbe	103
a) Ertragswertverfahren	103
b) DCF-Verfahren.....	105
c) Praktische Relevanz und Kritik.....	105
3. Kapitalmarktorientierte Bewertungsmaßstäbe	107
a) Problemstellung.....	107
b) Börsenkurs als Wertuntergrenze	108
c) Börsenkurs als einzige Grundlage für Unternehmenswert.....	111
d) Vermittelnde Lösungen	115

e) Ausnahmen nach der Rechtsprechung und Marktversagen	116
f) Referenzzeitraum	117
4. Multifaktorielle Bewertungen (Mischformen)	118
IV. Unterschiede bei einzelnen Bewertungsanlässen	119
1. Unternehmensverträge	119
2. Squeeze-out und Delisting	121
3. Verschmelzungen	122
a) Verschmelzungen abhängiger Gesellschaften	123
b) Verschmelzungen unabhängiger Gesellschaften	124
V. Berücksichtigung weiterer Aspekte bei der Bewertung	127
1. Verbundvorteile	127
2. Weitere praktisch bedeutsame Aspekte	129
VI. Zusammenfassende Analyse des Reformbedarfs	129
F. Zusammenfassung	130
Zweiter Teil: Rechtsvergleich	133
A. Einleitung	133
B. Ähnliche ausländische Rechtsbehelfe im Überblick	133
I. Vergleichbare Rechtsbehelfe in Europa	133
1. Europarechtliche Vorgaben	134
2. Österreich	135
3. Großbritannien	135
4. Frankreich	136
5. Italien	139
II. Vergleichbare Rechtsbehelfe außerhalb Europas	140
C. Funktionale Äquivalente im US-amerikanischen Recht	141
I. Grundlagen des US-amerikanischen Gesellschaftsrechts	142
1. Rechtsquellen	142
2. Strukturmaßnahmen im US-amerikanischen Recht	144
3. Überblick über den Rechtsschutz in den USA	147
II. Einzelne Rechtsbehelfe	148
1. <i>Appraisal remedy</i>	148
a) Ursprünge	148
b) Anwendungsbereich	149
c) Verfahrensablauf	151
aa) Vorverfahren <i>appraisal remedy</i>	151
(1) Registrierter Eigentümer der Aktien	152
(2) Information über <i>appraisal right</i> vor der HV	152
(3) Ankündigung des Zahlungsverlangens	153
(4) Zustimmung ohne die dissentierenden Aktionäre	153

(5) Information der dissentierenden Aktionäre	154
(6) Zahlungsverlangen und Rückgabe der Aktien	154
(7) Zahlungsverpflichtung der Unternehmen	155
(8) Widerspruch gegen die Höhe der Kompensation	155
(9) Verhandlungen über die Höhe der Kompensation	156
bb) Gerichtliches <i>appraisal</i> -Verfahren	157
(1) Antragstellung	157
(2) Verfahrensgrundsätze und -ablauf	157
(3) Beweislast und Beweisverfahren	158
(4) Sachverständige	160
(5) Vergleiche	161
d) Gerichtlicher Prüfungsmaßstab	161
aa) Gesetzliche Ausgangslage	161
bb) Ausgestaltung durch die Rechtsprechung	162
(1) Ursprüngliche Bewertungsmaßstäbe	162
(2) Ergebnisbezogene Bewertungsmaßstäbe	163
(3) Kapitalmarktorientierte Bewertungsmaßstäbe	164
(4) Multifaktorielle Bewertungen	165
e) Risiko-Nutzen-Relation	167
aa) <i>Reformatio in peius</i>	167
bb) Verzinsung	167
cc) Kosten	168
(1) Gerichtskosten	168
(2) Kosten der Parteien	168
2. <i>Entire fairness</i> -Verfahren	169
a) Ursprünge	169
b) Anwendungsbereich	170
aa) Grundlagen	170
bb) <i>Entire fairness</i> -Test und <i>freeze-out</i> -Gestaltungen	171
(1) <i>Freeze-out</i> durch Verschmelzung (<i>merger freeze-out</i>)	172
(2) <i>Freeze-out</i> durch Angebot (<i>tender offer freeze-out</i>)	172
(3) Vereinheitlichung des Rechtsschutzes	174
c) Verfahrensablauf	176
aa) Übernahme der Verfahrensbedingungen des <i>appraisal</i>	176
bb) Verteilung der Beweislast	177
cc) Beweislastumkehr durch Einsatz eines <i>special committee</i>	179
(1) Aufgabenbeschreibung	179
(2) Rechte und Kompetenzen	180
(3) Zusammensetzung	181
dd) Beweislastumkehr nach Zustimmung der MoM	183

ee) Praktische Bedeutung.....	183
d) Gerichtlicher Prüfungsmaßstab	184
aa) Angemessene Kompensation (<i>fair price</i>).....	184
bb) Angemessenes Verfahren (<i>fair dealing</i>)	186
cc) Angemessene Informationen (<i>fairness of disclosure</i>).....	186
dd) Reduzierter Prüfungsmaßstab des business purpose-Tests.....	187
e) Risiko-Nutzen-Relation	188
3. Abgrenzung zwischen <i>appraisal</i> und <i>entire fairness</i>	189
a) Ausnahmen zum <i>appraisal remedy</i>	189
aa) <i>De facto merger</i> und Subsidiarität	189
bb) Subsidiarität des <i>appraisal remedy</i> bei Marktgängigkeit	190
(1) Gesetzliche Regelungen	190
(2) Kontroverse über <i>market-out</i> -Regelungen	192
(a) Argumente für <i>market-out</i> -Regelungen	192
(b) Kritik an <i>market-out</i> -Regelungen	193
b) Verhältnis von <i>appraisal remedy</i> und <i>entire fairness</i>	195
aa) Grundsätzliche Abgrenzung beider Rechtshilfe	195
bb) Unterschiedliche Verfahrensvoraussetzungen	196
cc) Unterschiedliche Rechtsfolgen	197
c) Unterschiedliche Fortentwicklung der Regelungen	198
d) Praktische Relevanz von <i>appraisal</i> und <i>entire fairness</i>	198
D. Rechtsvergleich und Reformansätze für das deutsche Recht.....	200
I. Anwendungsbereiche und Rechtsfolgen.....	200
1. Stellung im Rechtssystem und Bezug zum Austrittsrecht	200
2. Einheitlichkeit des Rechtsschutzes.....	201
3. Verhältnis zu anderen Rechtsbehelfen.....	202
4. Materiell-rechtlicher Anwendungsbereich	204
5. <i>Market-out</i> -Regelungen.....	204
6. Rechtsfolgen	205
II. Verfahrensabläufe.....	206
1. Gerichtliche Entscheidung als ultima ratio.....	206
2. Vorprozessuales Verfahren und Abstimmung auf der HV	207
3. Vorabverhandlungen eines Komitees mit allen Aktionären	209
4. Übernahme der MoM-condition.....	210
III. Risiko-Nutzen-Relation	211
1. Verböserung im Gerichtsverfahren (<i>reformatio in peius</i>)	211
2. Zinsen und Auszahlungszeitpunkt.....	211
3. Kosten	212
IV. Gerichtliche Prüfungsmaßstäbe	212
1. Multifaktorieller Ansatz als Bewertungsmaßstab	213

2. Primäre Berücksichtigung des Börsenkurses (<i>market-out</i>)	213
3. Verknüpfung Bewertungsmaßstab mit Vorverhandlungen	215
E. Zusammenfassung	216
Dritter Teil: Reformvorschläge	217
A. Einleitung	217
I. Vermeidung von Spruchverfahren	217
II. Vereinfachung des gerichtlichen Verfahrens	219
B. Einrichtung von Vorverhandlungen	220
I. Rechtsprechung für <i>merger of equals</i> als Ausgangspunkt	220
II. Ausweitung auf Strukturmaßnahmen mit Konzernkonflikt	221
1. Grundidee	221
2. Orientierung an Voraussetzungen eines <i>merger of equals</i>	222
III. Verhandlungskomitee vertritt außenstehende Aktionäre	223
1. Anforderungen an Vertretung außenstehender Aktionäre	223
a) Ausgangspunkt: Rechtslage beim <i>merger of equals</i>	223
b) Übertragung auf Strukturmaßnahmen mit Konzernkonflikt	223
aa) Unabhängigkeit der Verhandlungspartner	224
bb) Gleichstarke Verhandlungspartner	225
cc) Vertretung gleichgerichteter Interessen	225
dd) Ausdrückliche Beteiligung außenstehender Aktionäre	226
ee) Formulierung der Anforderungen für Konzernsituation	227
2. Lösungsvorschlag: Vertretung durch Verhandlungskomitee	227
a) Überblick	227
b) Auftrag, Aufgabenbeschreibung und Kompetenzen	230
c) Zusammensetzung	231
d) Bestellung	232
e) Informationsrechte	233
f) Entscheidung und Rechtsfolgen	233
IV. Vertretung des Kompensationsschuldners	234
V. Einbindung der Sachverständigen	234
1. Bislang nicht berücksichtigte Vorschläge der Literatur	234
2. Möglichkeit zur Stärkung der Minderheitsaktionäre	235
VI. Ablauf der Vorverhandlungen und Zustimmung	236
1. Vorbereitungen	236
2. Erste Verhandlungen	237
3. Prüfung durch gerichtlich bestellten Prüfer	237
4. Durchführung der Hauptversammlung	238
5. Zustimmung der Minderheit durch Sonderbeschluss	238
6. Weitere optionale Verhandlung nach Hauptversammlung	240

VII. Rechtsfolgen der Vorverhandlungen	240
1. Vermutung der Angemessenheit und Kostenregelung	240
a) Zustimmung Komitee und außenstehende Aktionäre	241
aa) Unwiderlegliche Vermutung der Angemessenheit	241
bb) Kostenregelung in Anlehnung an §§ 91 ff. ZPO	243
b) Ablehnung durch Komitee oder außenstehende Aktionäre	244
aa) Widerlegliche Vermutung der Angemessenheit	244
bb) Kostenregelung in Anlehnung an §§ 91 ff. ZPO	244
c) Keine Zustimmung Verhandlungskomitee/ Aktionäre	245
aa) Keine Vermutung der Angemessenheit	245
bb) Keine Änderung der Kostenregelung	245
2. Prüfungsmaßstab nach Einigung in Vorverhandlungen	245
C. Veränderungen des gerichtlichen Verfahrens	247
I. Grundsätze	247
II. Anpassung der Risiko-Nutzen-Relation	248
1. Aufgabe des Verbots der <i>reformatio in peius</i>	248
2. Beschränkung der <i>erga omnes</i> -Wirkung	250
3. Anpassung der Kostenregelung	251
a) Kostenanreize für Einigung bei Vorverhandlungen	251
b) Sozialisierung von Kosten der außenstehenden Aktionäre	251
III. Gesetzliche Regelung zur Präferenz des Börsenkurses	252
1. Regelungsvorschlag und Begründung	252
2. Verhältnis zum vorgeschlagenen Verhandlungsmodell	257
3. Definition der Ausnahmen	258
4. Unterscheidung nach Strukturmaßnahmen	259
IV. Ausweitung der Rolle des gemeinsamen Vertreters	260
1. Regelungsvorschlag	260
2. Begründung	260
a) Einheitliche Vertretung außenstehender Aktionäre	260
b) Verfassungsrechtliche Erwägungen	261
c) Entlastung der Gerichte	262
V. Veränderungen im Verfahrensablauf	263
1. Stellung bezifferter Anträge	263
2. Rückführung des Amtsermittlungsgrundsatzes	264
VI. Verhältnis von Spruchverfahren und Anfechtungsklage	265
VII. Veränderung der Gerichtsorganisation	266
1. OLG als Eingangsinstanz für Spruchverfahren	266
2. Konzentration der Landgerichte	269
3. Organisation innerhalb der Gerichte	270
VIII. Empirie und rechtstatsächliche Erhebungen	271

D. Zusammenfassung	272
Zusammenfassung und Ausblick	273
A. Thesenartige Zusammenfassung	273
I. Status quo des Spruchverfahrens	273
II. Rechtsvergleich	274
III. Reformvorschläge	275
B. Ausblick	277
Anhang: Empirische Auswertung	279
A. Methodik der empirischen Auswertung	279
1. Durchführung der Auswertung	279
a) Erhebung der Daten	279
b) Übertragung in die Datenbank	280
2. Tabellenüberschriften sowie Hinweise zur Datenerhebung	280
a) Gesellschaft	281
b) Art der Strukturmaßnahme	281
c) Abschluss des Verfahrens	282
d) Letztes Gericht und Aktenzeichen	282
e) Anzahl der Antragsteller	282
f) Beginn des Verfahrens	282
g) Ende des Verfahrens	285
h) Dauer des Verfahrens	285
i) Dauer des Verfahrens in der ersten Instanz	285
j) Dauer des Verfahrens in der zweiten Instanz	285
k) Altes oder neues Recht	285
l) Kompensationserhöhung	285
m) Quelle	286
B. Aufstellung der einzelnen Verfahren	287
Literaturverzeichnis	303
Abbildungsverzeichnis	337