

JAKOB MAXIMILIAN TYBUS

Der Schutz von
Minderheitsrechten
beim Aktionärsausschluss
in den USA

*Max-Planck-Institut
für ausländisches und internationales
Privatrecht*

*Studien zum ausländischen
und internationalen Privatrecht*

Mohr Siebeck

Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht

467

Herausgegeben vom
Max-Planck-Institut für ausländisches
und internationales Privatrecht

Direktoren:

Holger Fleischer, Ralf Michaels und Reinhard Zimmermann



Jakob Maximilian Tybus

Der Schutz
von Minderheitsrechten
beim Aktionärsausschluss
in den USA

Mohr Siebeck

Jakob Maximilian Tybus, geboren 1985; Studium der Rechtswissenschaft in Berlin; 2009 Erste Juristische Prüfung; 2010 LL.M., Cambridge; Referendariat am Kammergericht in Berlin; 2012 Zweite Juristische Prüfung; 2020 Promotion; Forschungsaufenthalt an der Harvard University; derzeit Rechtsanwalt in Berlin.

Zugleich Dissertation an der Humboldt-Universität zu Berlin (2020).

ISBN 978-3-16-159897-5 / eISBN 978-3-16-159898-2
DOI 10.1628/978-3-16-159898-2

ISSN 0720-1141 / eISSN 2568-7441
(Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2021 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Laupp & Göbel in Gomaringen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Printed in Germany.

Für meinen Vater

Vorwort

Die Arbeit lag der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin im Sommersemester 2020 als Dissertation vor. Gesetzgebung, Rechtsprechung und Literatur konnten bis November 2020 berücksichtigt werden. Die zitierten Webseiten wurden zuletzt am 11. November 2020 abgerufen.

Mein Dank gebührt zunächst Herrn *Professor Dr. Jan Thiessen*, der, seinerzeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl von *Professor Dr. Rainer Schröder*, meine Faszination für das Recht begründet und mich in den Folgejahren im Rahmen meiner Tätigkeit als studentische Hilfskraft am Lehrstuhl von *Professor Dr. Rainer Schröder* an das wissenschaftliche Arbeiten herangeführt hat. Für das äußerst anregungsreiche Erstgutachten möchte ich Herrn *Professor Dr. Jan Thiessen* ebenso danken wie für die Impulse bei der Themenfindung und die fachliche Unterstützung bei der Anfertigung der Arbeit. Herrn *Professor Dr. Gregor Bachmann, LL.M. (Michigan)* möchte ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens und die dort enthaltenen tiefgründigen Anregungen danken.

Die Anfertigung der Arbeit wäre ohne einen Forschungsaufenthalt an der Harvard University nicht möglich gewesen. Dort habe ich nicht nur den erforderlichen tiefen Einblick in das US-amerikanische Recht bekommen, sondern durch anregende Diskussionen mit Forschenden aus der ganzen Welt meinen persönlichen und den Horizont der Arbeit maßgeblich erweitern können. Herrn *Professor Guhan Subramanian* gilt mein Dank dafür, dass er mich als Gastgeber während des Forschungsaufenthalts betreut hat. Danken möchte ich zudem Dr. Hubert Gmünder, der meine Zeit an der Harvard University nicht nur in fachlicher, sondern auch in persönlicher Hinsicht enorm bereichert hat. Persönlich und fachlich zutiefst verbunden bin ich schließlich Frau *Professorin Angela Donaggio*, Herrn *Professor Alexandre Di Miceli*, Herrn *Professor Miguel Martínez Muñoz*, Herrn *Professor Pablo Hernández González-Barreda* und Frau *Anna Tzanaki, Ph.D.*, die den Aufenthalt an der Harvard University unvergesslich gemacht haben. In diesem Zusammenhang möchte ich schließlich dem Deutschen Akademischen Austauschdienst danken, der mir den Aufenthalt mit einem DAAD-Doktorandenstipendium nicht nur finanziell ermöglicht hat, sondern durch sein Netzwerk und seinen Erfahrungsschatz die Planung und Durchführung des Forschungsaufenthalts erheblich erleichtert hat.

Dem Land Baden-Württemberg und der Eberhard Karls Universität Tübingen möchte ich für ein Kurzzeitstipendium im Rahmen der Landesgraduierförderung danken.

All diese fachliche und finanzielle Hilfe wäre jedoch ohne meine Familie und Freunde vergebens gewesen. Ohne die unermüdliche und liebevolle Unterstützung meiner Frau Torey wäre dieses Buch nicht entstanden. Seit ich denken kann, haben mich meine Eltern Bettina und Michael in jeder Lebenslage unterstützt. Meinem Vater Michael ist dieses Buch gewidmet.

Berlin, den 5. April 2021

Jakob Maximilian Tybus

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis.....	XXVII
Einleitung	1
<i>A. Regelungsproblem</i>	1
<i>B. Entwicklung der Forschungsfrage</i>	5
<i>C. Untersuchungsgegenstand und -ansatz</i>	9
<i>D. Gang der Untersuchung</i>	12
Kapitel 1: Aktionärsrechte und Verfassungsrecht	15
<i>A. Verfassungsrechtlicher Schutz von Eigentumsrechten</i>	17
<i>B. Verfassungsrechtlicher Schutz von Aktionärsrechten</i>	35
Kapitel 2: Gesellschaftsrechtlicher Schutz von Aktionärsrechten	71
<i>A. Schutz der Aktionärsrechte durch das Einstimmigkeitsprinzip</i>	72
<i>B. Schutz der Aktionärsrechte durch das appraisal right</i>	91
<i>C. Schutz der Aktionärsrechte durch equity-Recht</i>	120
<i>D. Verhältnis zwischen appraisal right und equitable remedies</i>	188

Kapitel 3: Die Zulässigkeit und Entwicklung des Aktionärsausschlusses	210
A. <i>Einstimmigkeitsprinzip und vested rights</i>	211
B. <i>Abkehr vom Einstimmigkeitsprinzip</i>	212
C. <i>Schaffung erster cash merger statutes</i>	215
D. <i>Aktionärsausschluss in public utility corporations</i>	222
E. <i>Flächendeckende Regelung und Akzeptanz des Aktionärsausschlusses</i>	234
F. <i>Gegenwärtige Rechtslage</i>	243
Kapitel 4: Minderheitsschutz beim Aktionärsausschluss	251
A. <i>Dominanz des appraisal right in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts</i>	254
B. <i>Stärkung der fairness-Prüfung</i>	277
C. <i>Erneute Stärkung der appraisal remedy in Weinberger v. UOP, Inc.</i>	318
D. <i>Etablierung des fairness test als selbständiger Rechtsbehelf</i>	335
E. <i>Business judgment rule beim Aktionärsausschluss</i>	365
F. <i>Einheitlicher Prüfungsmaßstab für freezeout merger und tender offer-freezeout</i>	386
Schlussbetrachtung	467
Literaturverzeichnis	485
Rechtsprechungsverzeichnis	521
Sachregister	535

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis.....	XXVII
Einleitung	1
<i>A. Regelungsproblem</i>	1
<i>B. Entwicklung der Forschungsfrage</i>	5
<i>C. Untersuchungsgegenstand und -ansatz</i>	9
<i>D. Gang der Untersuchung</i>	12
Kapitel 1: Aktionärsrechte und Verfassungsrecht	15
<i>A. Verfassungsrechtlicher Schutz von Eigentumsrechten</i>	17
I. <i>Police power</i>	17
II. Verfassungsrechtliche Grundnormen des Eigentumsschutzes	18
1. <i>Contract clause</i>	18
a) Zeitgeschichtlicher Kontext.....	19
b) Weite Auslegung der <i>contract clause</i> und <i>vested rights</i>	20
c) Abnahme des Vermögensschutzes	22
d) Gegenwärtige Bedeutung der <i>contract clause</i>	23
2. <i>Due process clause</i>	24
a) Zeitgeschichtlicher Kontext.....	24
b) <i>Substantive due process</i> und <i>vested rights</i> in der Lochner-Ära	25
c) Ende der Lochner-Ära	28
d) <i>Substantive due process</i> in der Gegenwart	31

III. <i>Takings clause</i>	31
IV. Zwischenergebnis	33
B. <i>Verfassungsrechtlicher Schutz von Aktionärsrechten</i>	35
I. <i>Threefold contract theory</i>	35
1. Vertrag zwischen dem Gründungsstaat und der Gesellschaft	36
a) „Entdeckung“ des Vertragsverhältnisses in <i>Dartmouth College</i>	36
b) <i>Reserved power</i>	37
2. Vertragsverhältnis zwischen Gesellschaftern untereinander und zu ihrer Gesellschaft	38
a) Einordnung der Mitgliedschaft als Vertragsverhältnis	38
b) Rechtsfolgen der vertraglichen Natur der Mitgliedschaft	38
II. Umfang des verfassungsrechtlichen Schutzes der Mitgliedschaftsrechte	40
1. Grundsatz: Vorausverzicht bei bestehenden Gesetzen	40
2. Vorausverzicht und Gesetzesänderungen	41
a) Die Ausgangssituation: Massachusetts vs. New Jersey	43
aa) Massachusetts-Regel	43
bb) New Jersey-Regel	44
b) Zwischenergebnis	45
3. Modifizierungen im Zuge der Lochner-Ära	46
a) New Jersey-Regel und die <i>police power</i>	46
b) Massachusetts-Regel und <i>vested rights</i> -Schutz	47
aa) Rückgriff auf die <i>vested rights theory</i>	48
bb) Die als <i>vested rights</i> zu qualifizierenden Rechtspositionen	49
c) <i>Vested rights doctrine</i> und Schutz vor bestehenden Gesetzen	51
d) Zwischenergebnis	53
4. Ende der Lochner-Ära und <i>vested rights</i>	54
a) New Jersey-Regel	54
aa) Erweiterung der gesetzgeberischen Befugnisse	54
bb) Einschränkung besonders schützenswerter Rechte	55
cc) Aufgabe der New Jersey-Regel	56
b) Massachusetts-Regel und <i>vested rights</i>	57
aa) Festhalten an den <i>vested rights</i>	57
(1) Ausgangslage: Rekapitalisierungspläne als Antwort auf die Wirtschaftskrise	57

(2) <i>Keller v. Wilson Co.</i>	58
(3) Erste Anzeichen einer abweichenden Meinung in <i>Consolidated Film Industries</i>	59
(4) Befolgung von <i>Keller</i> in den frühen Jahren der post-Lochner-Ära	60
c) Schleichende Aufgabe der <i>vested rights doctrine</i>	61
aa) Umgehungsmaßnahmen	61
bb) Maßgeblichkeit des gesetzgeberischen Willens	63
(1) Rechtsprechung in New York	63
(2) Rechtsprechung in Delaware	66
cc) Bedürfnis nach Flexibilität	68
III. Zwischenergebnis	69

Kapitel 2: Gesellschaftsrechtlicher Schutz von

Aktionärsrechten	71
------------------------	----

A. <i>Schutz der Aktionärsrechte durch das Einstimmigkeitsprinzip</i>	72
I. <i>Common law</i> -Grundsätze	72
II. Einschränkung des Einstimmigkeitsgrundsatzes	74
III. Allmähliche Abkehr vom Einstimmigkeitsgrundsatz	74
1. Reglementierung von <i>public utility corporations</i>	75
2. Einstimmigkeitsprinzip bei <i>private corporations</i>	78
a) Judikative Auseinandersetzung	78
aa) Übertragung des gesamten Gesellschaftsvermögens	79
bb) Großzügige Satzungsregelungen als Argumentationsgrundlage	82
cc) Ablehnung des Mehrheitsentscheids bei Versmelzungen	82
b) <i>Appraisal remedy</i> als Brückenschlag	83
aa) Abfindungsanspruch als Alternative zur Transaktionsuntersagung	83
bb) Gründe für Einräumung von <i>appraisal rights</i>	85
c) Legislative Entwicklungen, insbesondere Schaffung von <i>appraisal</i> -Gesetzen	87
aa) Mehrheitsentscheid zu Beginn des 20. Jahrhunderts	87
bb) Aufnahme des <i>appraisal right</i> in die Inkorporationsgesetze	88
IV. Zwischenergebnis	90

B. Schutz der Aktionärsrechte durch das <i>appraisal right</i>	91
I. Funktion des <i>appraisal right</i>	92
1. Kompensation für den Verlust des Vetorechts	92
2. Schutz des Mehrheitsgesellschafters	96
3. Vermögensbezogener Minderheitsschutz	97
a) <i>Cash Exit at Fair Value</i>	97
aa) <i>Appraisal right</i> als Kodifikation judikativer Entwicklungen	98
bb) Bedeutungsverlust der <i>cash exit</i> -Komponente	99
(1) Zunahme an Ausschlusstransaktionen	100
(2) Bedeutungsgewinn der <i>fair value</i> - Komponente	100
cc) Abgrenzung.....	102
b) <i>Monitoring Theory</i>	103
aa) Überwachung zum Zwecke eines ex post- Vermögensschutzes.....	104
bb) Überwachung zum Zwecke eines ex ante- Vermögensschutzes.....	105
cc) Bewertung	106
4. Zwischenergebnis.....	107
II. <i>Appraisal right</i> auslösende Transaktionen	107
1. Uneinheitliche Behandlung	107
2. Analoge Anwendung der <i>appraisal</i> -Vorschriften	108
a) <i>De facto merger doctrine</i>	109
b) <i>Equal dignity approach</i>	111
3. Bewertung	113
III. <i>Appraisal</i> -Verfahren	113
IV. Defizite des <i>appraisal right</i>	116
1. Hohe Kostenbelastung	116
2. Lange Verfahrensdauer	117
3. Unzureichender Minderheitsschutz in Ausschlusskonstellationen	118
V. Zwischenergebnis.....	120
C. Schutz der Aktionärsrechte durch <i>equity-Recht</i>	120
I. Funktionsweise der <i>equitable remedies</i>	121
II. Quellen <i>equitable remedies</i> auslösender Pflichtverletzungen	122
1. Bedrohung durch den Mehrheitsgesellschaftler	123
a) Begriff des <i>controlling shareholder</i> und dessen Machtfülle	123
b) Gesteigertes Übergriffspotential im Falle des <i>self-dealing</i>	124

aa)	Grundlagen.....	124
bb)	Beispiel	125
c)	<i>Standard of conduct</i>	127
aa)	Verneinung eines Treuepflichtverhältnisses im späten 19. Jahrhundert.....	127
bb)	Etablierung der Treuepflichten in Missmanagementfällen	128
cc)	Treuepflichten als Grundpfeiler des Mehrheits- /Minderheitsverhältnisses.....	130
dd)	Treuepflichten bei Zustimmungsvorbehalt?.....	131
d)	Reichweite und Inhalt der Treuepflichten.....	132
aa)	<i>Contextual nature</i> der Treuepflichten	132
bb)	Inhalt der Treuepflichten.....	133
(1)	<i>Duty of care</i>	134
(2)	<i>Duty of loyalty</i> und <i>duty of good faith</i>	135
2.	Bedrohung durch <i>directors</i>	136
a)	Grundlagen des <i>directors</i> -/Aktionärsverhältnisses	136
aa)	<i>Separation of ownership and control</i>	136
(1)	<i>Agency problem</i>	137
(2)	<i>Collective action problem</i>	137
bb)	Treuepflichten der <i>directors</i>	138
b)	Bereicherung zulasten der Aktionäre beim <i>self-dealing</i>	139
c)	Zugriff auf die Substanz der Aktionärsrechte	140
aa)	Keine unmittelbare Bedrohung durch <i>directors</i>	140
bb)	Mittelbare Bedrohung durch <i>interested directors</i>	141
d)	Bedrohungen durch gesellschaftsfremde Dritte	142
aa)	Potentielle Gefährdungslagen	142
bb)	Schutzmechanismen	143
(1)	<i>Board of directors</i>	143
(2)	Interessengleichlauf und Verhandlungen at <i>arm's length</i>	144
3.	Zwischenergebnis.....	144
III.	Eindämmung des Übergriffspotentials.....	147
1.	Reglementierung von <i>self-dealing</i> -Konstellationen	147
a)	Möglichkeit der Regulierung durch den Markt.....	147
b)	Erforderlichkeit eines Rechtsrahmens	148
aa)	Fehlen eines absolut effizienten Marktes	148
bb)	Marktversagen.....	148
cc)	Kosteneinsparung und Rechtssicherheit durch Rechtsrahmen.....	149
2.	Maßnahmen zur Eindämmung der <i>self-dealing</i> -Gefahren	149
a)	<i>Statutory</i> und <i>equitable remedies</i>	149

b)	Annäherung an <i>arm's length</i> -Transaktionen	150
aa)	Unabhängiges Sonderkomitee	150
bb)	Zustimmung der Mehrheit der Minderheit	151
IV.	Ökonomische und eigentumsbezogene Schutzvorgaben	151
1.	Ökonomische Erwägungen	152
a)	Effizienzförderung	152
aa)	<i>Coase</i> -Theorem	153
bb)	Ermittlung eines ökonomisch-effizienten Zustands	154
(1)	<i>Pareto</i> -Prinzip	154
(2)	<i>Kaldor/Hicks</i> -Prinzip	155
cc)	Implikationen für die Eindämmung von Mehrheitsmacht	156
b)	Erleichterung von Unternehmenübernahmen	158
aa)	Die Rechtslage in <i>outsider systems</i>	158
bb)	Die Rechtslage in <i>insider systems</i>	161
c)	Allgemeinwirtschaftliche Bedeutung des Minderheitsschutzes	162
aa)	Minderheitsschutz als Antwort auf Mehrheits- /Minderheitskonflikt	162
bb)	Stärkung der Allokationseffizienz	163
2.	Eigentumsbezogene Erwägungen	165
a)	<i>Ownership-claims</i>	165
b)	<i>Final-period</i> -Transaktionen	167
3.	Zwischenergebnis	170
V.	Umsetzung des Schutzes vor Mehrheitsmacht	170
1.	Prüfungsmaßstab zur Bestimmung einer Treuepflichtverletzung	171
a)	Übersicht	171
aa)	<i>Business judgment rule</i>	172
bb)	<i>Entire fairness test</i>	174
cc)	Vergleich	175
(1)	Unterschiedliche Beweislastverteilung	175
(2)	Unterschiedliche Möglichkeiten der frühzeitigen Klageabweisung	176
dd)	Bewertung	178
b)	Anwendbarkeit der <i>business judgment rule</i>	179
aa)	Unsicherheit zu Beginn der 1980er Jahre	179
bb)	Ablehnung in <i>Lynch</i>	181
cc)	Anwendung der <i>business judgment rule</i> beim Vor- liegen minderheitsschützender Voraussetzungen	182
(1)	<i>Non-self-dealing</i> -Transaktionen	182
(2)	<i>Self-dealing</i> -Transaktionen	183

2.	Rechtsfolgen der Verletzung der Treuepflichten	184
a)	Unterlassungsklage (<i>injunction</i>)	184
b)	Unwirksamkeitsklage und Rückabwicklung (<i>rescission</i>)	185
c)	Schadensersatzanspruch (<i>damages</i>)	185
VI.	Zwischenergebnis	186
D.	<i>Verhältnis zwischen appraisal right und equitable remedies</i>	188
I.	Unterschiede	188
1.	Unterschiede in den Rechtsfolgen	188
2.	Unterschiede bei der gerichtlichen Durchsetzung	189
a)	Keine class action bei der <i>appraisal remedy</i>	189
b)	Voraussetzungen für die Geltendmachung der Rechtsbehelfe	189
c)	<i>Rescissory damages</i>	190
d)	Prozesskosten	190
II.	Anwendungsverhältnis: <i>Appraisal exclusivity?</i>	191
III.	<i>Entitlement</i> -Diskussion	193
1.	Grundkonzept zur Einordnung von Rechtspositionen	193
a)	Die einzelnen Schutzkonzepte	194
aa)	<i>Property rules</i>	194
bb)	<i>Liability rules</i>	195
b)	Zuordnungskriterien	195
aa)	Fokus auf ökonomische Effizienzgesichtspunkte	195
bb)	Eigentumspositionen und <i>property rules</i>	198
c)	Bewertung	199
2.	Einordnung der Aktionärsrechte in die <i>entitlement-</i> Diskussion	201
a)	Grundlagen	201
b)	Flexibles Schutzkonzept	204
aa)	Auswirkungen der Abkehr vom Einstimmigkeitsprinzip	205
bb)	Auswirkungen der Rechtsbehelfe	206
cc)	Zwischenergebnis	207
c)	Erwägungen für und gegen die einzelnen Schutzkonzepte	208
IV.	Zwischenergebnis	209
Kapitel 3: Die Zulässigkeit und Entwicklung des Aktionärsausschlusses		210

A. Einstimmigkeitsprinzip und <i>vested rights</i>	211
B. Abkehr vom Einstimmigkeitsprinzip	212
C. Schaffung erster <i>cash merger statutes</i>	215
I. Ausschlusspotential von <i>cash merger</i> -Regelungen	215
II. Ausschlussintention der <i>cash merger</i> -Regelungen	216
1. <i>Cash merger</i> -Regelungen als Absage an die <i>vested rights</i> ?	216
2. Fehlende Ausschlussintention	217
a) Zeitgenössische Ablehnung gegenüber Ausschlussversuchen	217
b) Barausgleich zwecks Erleichterung anderer Transaktionen	219
III. Zwischenergebnis	221
D. Aktionärsausschluss in <i>public utility corporations</i>	222
I. Ausschluss aus <i>public utility corporations</i>	222
1. Ausschluss zwecks vereinfachter Erreichung von Allgemeininteressen	223
2. Ausschluss zwecks Vereinfachung von Kapitalstrukturen	224
a) Das erste <i>short-form merger</i> -Gesetz	224
b) Das <i>short-form-merger</i> -Gesetz von New York in der Rechtsprechung	225
aa) <i>Alpren v. Consolidated Edison Co. of New York, Inc.</i>	225
bb) <i>Beloff v. Consolidated Edison Co. of New York, Inc.</i>	227
II. Ausschlussfeindliche Rechtsprechung im Übrigen	229
1. <i>Matteson v. Ziebarth</i> als Ausnahmerecheinung	229
a) Sachverhalt	229
b) Entscheidungsgründe	230
c) Analyse	231
2. Ablehnung des Aktionärsausschlusses im Übrigen	232
III. Zwischenergebnis	233
E. Flächendeckende Regelung und Akzeptanz des Aktionärsausschlusses	234
I. Gesetzliche Regelung der ersten <i>freezeout merger statutes</i>	234
1. Übersicht	234
2. <i>Freezeout merger statutes</i> in Delaware	235

a) <i>Short-form merger</i> (§ 253 DGCL).....	236
b) <i>Long-form merger</i> (§ 251 DGCL)	236
c) Ausschlusswirkung und Abgrenzung.....	237
3. Gesetzgeberischer Wille.....	239
II. Rechtsprechung	239
F. <i>Gegenwärtige Rechtslage</i>	243
I. <i>Freezeout merger</i> als maßgebliche Ausschlussstechnik	243
II. <i>Tender offer-freezeout</i>	243
1. <i>Tender offer</i> gefolgt von <i>short-form merger</i>	243
2. <i>Tender offer</i> gefolgt von merger nach § 251(h) DGCL	244
III. Sonstige Ausschlussstechniken	246
IV. Dominanz von mittelbaren Ausschlussstechniken.....	247
 Kapitel 4: Minderheitsschutz beim Aktionärsausschluss	251
A. <i>Dominanz des appraisal right in der ersten Hälfte des</i> <i>20. Jahrhunderts</i>	254
I. Die <i>appraisal remedy</i> als ausschließlicher Rechtsbehelf in der frühen Rechtsprechung	254
1. Eingeschränkte Ausschließlichkeit in den frühen Jahren der <i>appraisal</i> -Gesetzgebung	255
2. Legislatives Einschreiten und „echte“ Ausschließlichkeit	256
a) „Echte“ Ausschließlichkeitsregeln in Kalifornien und Michigan.....	256
b) <i>Beechwood Securities Corp. v. Associated Oil Co.</i>	257
aa) Sachverhalt	257
bb) Entscheidungsgründe	257
cc) Analyse	259
c) Verstärkt uneinheitliche Behandlung der Ausschließlichkeitsfrage.....	260
aa) Ausschließlichkeitstendenzen in New York.....	261
bb) Ablehnung der Ausschließlichkeit in anderen Jurisdiktionen	262
3. Zwischenergebnis.....	263
II. Erste Schritte in Richtung <i>equitable remedies</i> und <i>fairness-</i> Prüfung	264
1. <i>Blumenthal v. Roosevelt Hotel</i>	265
a) Sachverhalt	265
b) Entscheidungsgründe.....	266

c)	Analyse	266
2.	<i>Sterling v. Mayflower Hotel Corp.</i>	266
a)	Sachverhalt	266
b)	Entscheidungsgründe	267
c)	Analyse	267
aa)	Begründung einer materiellen Pflicht zu fairem Verhalten.....	267
bb)	<i>Fairness-Prüfung</i> als Ausdruck der <i>property rules</i>	268
3.	Zwischenergebnis.....	269
III.	<i>Appraisal exclusivity</i> und <i>freezeout mergers</i>	270
1.	<i>Stauffer v. Standard Brands Inc.</i>	271
a)	Sachverhalt	271
b)	Entscheidungsgründe	271
2.	<i>David J. Greene & Co. v. Schenley Industries, Inc.</i>	272
a)	Sachverhalt	273
b)	Entscheidungsgründe	273
3.	Bewertung und Vergleich mit <i>Sterling</i>	274
4.	Rechtslage in New York	276
5.	Zwischenergebnis.....	277
B.	<i>Stärkung der fairness-Prüfung</i>	277
I.	Zunehmende <i>going private</i> -Tätigkeit in den 1970er Jahren.....	278
1.	Begriff und Rahmenbedingungen des <i>going private</i>	278
2.	Gründe für die zunehmende <i>going private</i> -Tätigkeit	279
3.	Kritik an der unreglementierten <i>going private</i> -Tätigkeit.....	282
a)	Vernachlässigung der Minderheitsrechte	282
b)	Anknüpfung an die <i>vested rights doctrine</i>	284
4.	Diskutierte Lösungsansätze	285
II.	Rückgriff auf die <i>securities laws</i>	286
1.	Schutzmechanismen der <i>securities laws</i>	287
a)	SEC Rule 10b-5	287
b)	Ergänzende Regelungsvorschläge der SEC	289
aa)	Rule 13e-3A und Rule 13e-3B (1975).....	289
bb)	Rule 13e-3 (1979)	290
2.	<i>Securities laws</i> in der bundestaatlichen Rechtsprechung.....	291
a)	Uneinheitliche Behandlung des <i>freezeout</i> in der Instanzrechtsprechung	292
aa)	<i>Krafcisin v. LaSalle Madison Hotel Co.</i>	292
bb)	<i>Bryan v. Brock & Blevins Co.</i>	293
(1)	Erstinstanzliche Entscheidung	293
(2)	Berufungsentscheidung	295

cc) Weitere Rechtsprechung	296
dd) Bewertung	298
b) Einschränkung der Auslegung von Rule 10b-5	
in <i>Santa Fe</i>	298
aa) Sachverhalt	298
bb) Erst- und berufungsinstanzliche Entscheidung	299
cc) Enge Auslegung von Rule 10b-5 durch	
Supreme Court	300
3. Zwischenergebnis	301
III. Stärkung der equitable remedies in <i>Singer v. Magnavox</i>	303
1. Sachverhalt	303
2. Entscheidungsgründe	305
3. Analyse	307
IV. Konkretisierung der <i>Singer</i> -Rechtsprechung	309
1. <i>Business purpose test</i>	309
a) Fehlende Konkretisierung	309
b) Divergierende Auslegung	310
c) Bedeutungsverlust	312
2. <i>Entire fairness</i>	313
a) Grundsatz: Berücksichtigung sämtlicher Umstände	
des Einzelfalls	313
b) Schwerpunkt auf Gewährleistung einer fairen	
Abfindung	314
c) Stärkung der <i>entire fairness</i> durch <i>rescissory</i>	
<i>damages</i>	316
V. Zwischenergebnis	317
C. Erneute Stärkung der <i>appraisal remedy</i> in <i>Weinberger v.</i>	
<i>UOP, Inc.</i>	318
I. Sachverhalt	319
II. Entscheidungsgründe	321
III. Analyse	323
1. Aufgabe des <i>business purpose test</i>	323
2. Modifizierter <i>entire fairness test</i>	324
a) <i>Fair price</i>	325
b) <i>Fair dealing</i>	327
aa) Unabhängiges Sonderkomitee	327
bb) Zustimmung der Mehrheit der Minderheit	328
cc) Stärkung der Minderheitsposition durch	
<i>fair dealing</i>	330
c) Bewertung	331
3. Rückkehr zur Ausschließlichkeit der <i>appraisal remedy</i>	332

IV. Zwischenergebnis	334
D. Etablierung des <i>fairness test</i> als selbständiger Rechtsbehelf	335
I. <i>Entire fairness test</i> beim <i>long-form merger</i>	336
1. <i>Rabkin v. Philip A. Hunt Chemical Corp.</i>	336
a) Sachverhalt	336
b) Entscheidungsgründe	338
c) Analyse	339
2. <i>Cede & Co. v. Technicolor, Inc. (Cede I)</i>	340
a) Sachverhalt	340
b) Entscheidungsgründe	341
c) Analyse	343
II. Inhalt und Nachweis eines <i>entirely fair</i> -Verhaltens	343
1. <i>MoM</i> -Zustimmungserfordernis	344
2. Unabhängiges Sonderkomitee	346
a) Erste Erwähnung in <i>Weinberger</i>	346
b) <i>Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.</i>	348
aa) Sachverhalt	348
bb) Entscheidungsgründe	350
3. Gewichtung der einzelnen Komponenten des <i>entire fairness test</i>	352
4. Bewertung	353
III. <i>Appraisal exclusivity</i> beim <i>short-form merger</i>	354
1. <i>Glassman v. Unocal Exploration Corp.</i>	354
a) Sachverhalt	354
b) Entscheidungsgründe	356
aa) Kein <i>entire fairness test</i> beim <i>short-form merger</i>	356
bb) Offenlegungspflicht	357
2. Exkurs: <i>Quasi-appraisal</i>	358
3. Bewertung	360
IV. Zwischenergebnis	360
1. Stärkung der <i>equitable remedies</i>	360
2. (Teilweise) Stärkung der Minderheitsrechte	362
3. Rechtsfolgen für die Mehrheitsgesellschafter	364
E. <i>Business judgment rule</i> beim Aktionärsausschluss	365
I. Rahmenbedingungen	365
1. Zunehmende <i>going private</i> -Aktivität in den frühen 2000er Jahren	365
2. Mutwilliges Prozessieren gegen <i>freezeout mergers</i>	367
a) Die Rolle der klägerischen Prozessvertreter	369
aa) Erhöhung des Verschmelzungspreises	370

bb)	Erstattung der Anwaltshonorare durch Mehrheitsgesellschafter	370
cc)	Mitkausale Verursachung eines höheren Verschmelzungspreises	371
b)	Gefahren für die Minderheitsgesellschafter	372
c)	Schaffung neuer Anreize zum Prozessieren und <i>race to the courthouse</i>	373
d)	Keine Bannung der Gefahren durch die Gerichte	374
e)	Zwischenergebnis	375
II.	Der Übergang zum <i>tender offer-freezeout</i>	376
1.	Die Funktionsweise des <i>tender offer-freezeout</i>	376
2.	Rechtsfolgenreuequivalenz und dogmatische Unterschiede zum <i>freezeout merger</i>	378
3.	Unsicherheit bzgl. des anwendbaren Prüfungsmaßstabs	379
a)	<i>Entire fairness test</i> als Ausgangspunkt der Diskussion	379
b)	Ablehnung des <i>entire fairness test</i> in <i>Solomon</i>	379
c)	Fortbestehende Unsicherheit	380
4.	Gerichtliche Klärung	381
a)	<i>Glassman v. Unocal Exploration Corp.</i>	381
b)	<i>In re Siliconix Inc. Shareholders Litigation</i>	381
aa)	Sachverhalt	382
bb)	Entscheidungsgründe	383
c)	<i>In re Aquila Inc.</i>	385
5.	Zwischenergebnis	385
F.	<i>Einheitlicher Prüfungsmaßstab für freezeout merger und tender offer-freezeout</i>	386
I.	Diskussion in der Literatur	387
1.	<i>Entire fairness test</i> als ausschließlicher Prüfungsmaßstab	387
2.	Beibehaltung der dogmatischen Diskrepanz	389
3.	Hybrider Prüfungsansatz: Vereinheitlichung zwecks Vermeidung von Ineffizienzen	392
a)	Entstehung von Ineffizienzen	393
aa)	Begünstigung von ineffizienten Transaktionen beim Fehlen einer <i>entire fairness review</i>	393
bb)	Verhinderung von effizienten Transaktionen bei Geltung des <i>entire fairness test</i>	395
(1)	Einschaltung eines Sonderkomitees mit Vetorecht	395
(2)	Abschreckende Wirkung einer <i>entire fairness review</i>	396

b)	Vermeidung von Ineffizienzen	397
aa)	Ausgangspunkt: <i>Arm's-length approach</i>	397
(1)	Zweistufiges Zustimmungserfordernis in <i>arm's length</i> -Transaktionen	397
(2)	Schutzfunktion des zweistufigen Zustimmungserfordernisses	398
(3)	Rechtsfolge der Erfüllung des zweistufigen Zustimmungserfordernisses	399
(4)	Schutzfunktion des zweistufigen Zustimmungserfordernisses in Ausschlusskonstellationen	400
bb)	Anwendung des <i>arm's-length approach</i> auf Ausschlusstransaktionen	401
c)	Kritik am hybriden Prüfungsmaßstab	402
d)	Weitere hybride Prüfungsansätze	403
II.	Diskussion in der Instanzrechtsprechung	404
1.	<i>In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation</i>	406
a)	Sachverhalt	406
b)	Entscheidungsgründe	407
aa)	Unterschiedliche Zwangslagen	408
bb)	Erforderliches Schutzniveau beim <i>tender</i> <i>offer-freezeout</i>	409
c)	Voraussetzungen für die Anwendung der <i>business judgment rule</i>	411
(1)	Schutz der Entscheidungsfreiheit der Minderheitsgesellschafter	412
(2)	Ausgleich des Informationsgefälles	413
c)	Analyse	413
2.	<i>In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation</i>	414
a)	Sachverhalt	414
b)	Entscheidungsgründe	415
aa)	Anwendung der <i>business judgment rule</i> beim <i>freezeout merger</i>	416
(1)	Bedürfnis für das Bestehen von <i>arm's-</i> <i>length</i> -Bedingungen	416
(2)	Gewährleistung von <i>arm's-length-</i> Bedingungen	418
bb)	Modifikation der Entscheidung in <i>Pure Resources</i>	419
c)	Analyse	420
3.	<i>In re CNX Gas Corp. Shareholders Litigation</i>	421
a)	Sachverhalt	421
b)	Entscheidungsgründe	423

aa)	Befürwortung des <i>unified standard</i>	424
bb)	Zustimmung der Mehrheit der unabhängigen Minderheit.....	424
cc)	Zustimmung eines unabhängigen Sonderkomitees.....	425
c)	<i>Interlocutory appeal</i> zum Delaware Supreme Court	426
4.	<i>In re MFW Shareholders Litigation</i>	426
a)	Sachverhalt	427
b)	Entscheidungsgründe.....	428
aa)	Vorgreifliche Fragen	429
bb)	Anwendung der <i>business judgment rule</i>	430
(1)	<i>Arm's length</i> -Verhandlungsbedingungen	431
(2)	Vermeidung von mutwilliger Prozessführung	432
(3)	Echtes „Mehr“ an Minderheitsschutz	432
(4)	Auflösung von Widersprüchen	433
(5)	Anwendung des <i>entire fairness test</i> nicht zwingend erforderlich.....	434
c)	Analyse	434
5.	Zwischenergebnis.....	436
a)	Konkretisierung des Prüfungsmaßstabs für <i>tender</i> <i>offer-freezeouts</i>	436
b)	Entwicklung eines <i>unified standard</i>	437
III.	Keine abschließende Klärung durch den Delaware Supreme Court.....	438
1.	<i>Kahn v. M. F. Worldwide Corp.</i>	439
a)	Sachverhalt	439
b)	Entscheidungsgründe.....	439
aa)	Begründung für die Anwendung der <i>business</i> <i>judgment rule</i>	440
bb)	Voraussetzungen der <i>business judgment rule</i>	441
c)	Analyse.....	442
aa)	Erstes höchstrichterliches Anzeichen für einen <i>unified standard</i>	442
bb)	Verringerung der Gefahr kostenintensiver Rechtsstreitigkeiten zweifelhaft	443
cc)	<i>MoM</i> -Zustimmungserfordernis als Risikofaktor	444
2.	<i>Swomley v. Schlecht</i>	445
a)	Sachverhalt	446
b)	Entscheidungsgründe.....	446
c)	Analyse.....	448
3.	Zwischenergebnis.....	450
IV.	Empirische Untersuchungen	450
1.	Empirische Untersuchung der <i>post-Siliconix</i> Jahre	451

2.	<i>Difference-in-differences approach</i> bzgl. der <i>pre-</i> und <i>post-Siliconix</i> -Jahre	452
3.	<i>Difference-in-differences approach</i> bzgl. der <i>pre-</i> und <i>post-Cox Communications</i> -Jahre	454
4.	Bewertung der empirischen Ergebnisse	455
V.	Zwischenergebnis	456
1.	Stärkung der <i>dual protection structure</i> und des <i>unified</i> <i>standard</i>	456
2.	Konsequente Fortführung von <i>Lynch</i>	459
3.	Stärkung der Verhandlungslösung	461
4.	Rückschlüsse auf den Status quo des Minderheitsschutzes	463
5.	Verhältnis Vermögens- und Bestandsschutz	465
	 Schlussbetrachtung	 467
	 Literaturverzeichnis	 485
	Rechtsprechungsverzeichnis	521
	Sachregister	535

Abkürzungsverzeichnis

1st Cir.	United States Court of Appeals for the First Circuit
2d Cir.	United States Court of Appeals for the Second Circuit
3d Cir.	United States Court of Appeals for the Third Circuit
5th Cir.	United States Court of Appeals for the Fifth Circuit
6th Cir.	United States Court of Appeals for the Sixth Circuit
7th Cir.	United States Court of Appeals for the Seventh Circuit
8th Cir.	United States Court of Appeals for the Eighth Circuit
9th Cir.	United States Court of Appeals for the Ninth Circuit
A., A.2d, A.3d	Atlantic Reporter (Regionalfallrechtssammlung, 1. bis 3. Serie)
a.a.O.	am angegebenen Ort
ABA	American Bar Association
A.D.	New York's Appellate Division Reports (Regionalfallrechtssammlung)
a.F.	alter Fassung
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
aff'd	affirmed (bestätigt)
AG	Die Aktiengesellschaft – Zeitschrift für das Gesamte Aktienwesen
Akron L. Rev.	Akron Law Review
AktG	Aktiengesetz
Ala.	Alabama (auch Supreme Court des Staates)
Alaska	Alaska (auch Fallrechtssammlung des Staates)
Allen	Fallrechtssammlung des Bundesstaates Massachusetts zusammengestellt von <i>Allen</i>
Am. B. Found. Res. J.	American Bar Foundation Research Journal
Am. Econ. Rev.	The American Economic Review
Am. J. Comp. L.	American Journal of Comparative Law
Am. L. & Econ. Rev.	American Law and Economics Review
Am. L. Reg.	The American Law Register
Am. U. L. Rev.	American University Law Review
Ann.	Annotated
AöR	Archiv des öffentlichen Rechts
App. D.C.	Fallrechtssammlung des District of Columbia
Ark.	Arkansas (auch Supreme Court des Staates)
ARSP	Das Archiv für Rechts- und Sozialphilosophie
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
B.C. Indus. & Com. L. Rev.	Boston College Industrial and Commercial Law Review

B.C. L. Rev.	Boston College Law Review
BayObLG	Bayerisches Oberstes Landgericht
BB	Der Betriebs-Berater
Bell J. Econ.	The Bell Journal of Economics
Berkeley Bus. L.J.	Berkeley Business Law Journal
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BJR	Bonner Rechtsjournal
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BT-Drucks.	Drucksachen des Deutschen Bundestages
Bus. Law.	Business Lawyer (ABA)
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
C.C.	Circuit Court
ca.	circa
Cal.	California (auch Supreme Court des Staates; auch Fallrechtssammlung des Staates)
Cal. App. 4 Dist.	California, District Court of Appeal, Fourth District
Cal. L. Rev.	California Law Review
Cal.App.2d	California Courts of Appeal Cases, 2. Serie (Regionalfallrechtssammlung)
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
Case W. Res. L. Rev.	Case Western Reserve Law Review
CCH Fed. Sec. L. Rep.	Federal Securities Law Reports des Commerce Clearing House
CEO	Chief Executive Officer
cert. denied	certiorari denied (Revisionsantrag durch den Supreme Court abgelehnt)
CFR	Code of Federal Regulation
ch.	chapter
Ch.	Court of Chancery
Chi.-Kent L. Rev.	Chicago-Kent Law Review
Cir.	Circuit (Bezirk eines Bundesberufungsgerichts)
Clev. St. L. Rev.	Cleveland State Law Review
Colo.	Colorado (auch Supreme Court des Staates)
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Conn. L. Rev.	Connecticut Law Review
Cornell L. Q.	Cornell Law Quarterly
Corp.	Corporation
Corp. Prac. Com.	Corporate Practice Commentator
Cranch	Fallrechtssammlung des United States Supreme Court zusammengestellt von William Cranch in den Jahren 1801 bis 1815
Ct. Cl.	United States Court of Claims
Cumb. L. Rev.	Cumberland Law Review
D.	District, District Court

D. Alaska	District of Alaska, United States District Court
D. Del.	District of Delaware, United States District Court
D. ME.	District of Maine, United States District Court
D. Mich.	District of Michigan, United States District Court
D. Minn.	District of Minnesota, United States District Court
D. Mont.	District of Montana, United States District Court
D. Utah	District of Utah, United States District Court
D.C.	District of Columbia (auch Court of Appeals of District of Columbia)
d.h.	das heißt
DB	Der Betrieb
Del.	Delaware (auch Supreme Court des Staates)
Del. Ch.	Delaware Court of Chancery
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
Del. L. Rev.	Delaware Law Review
Del. Laws	Delaware Session Laws
Del. Super.	Delaware Superior Court
Delaware Lawyer	Delaware Lawyer (Delaware Bar Foundation Publication)
Denv. L.J.	Denver Law Journal
ders.	derselbe
DGCL	Delaware General Corporation Law
Dick. L. Rev.	Dickinson Law Review
dies.	dieselbe; dieselben
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DÖV	Die öffentliche Verwaltung
DStR	Deutsches Steuerrecht
Duke J. Comp. & Int'l. L.	Duke Journal of Comparative & International Law
Duke L.J.	Duke Law Journal
Duq. Bus. L.J.	Duquesne Business Law Journal
DVBl	Deutsches Verwaltungsblatt
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
ebd.	ebenda
E.D.	Eastern District
E.D. Pa.	Eastern District of Pennsylvania, United States District Court
Econ. J.	The Economic Journal
ed.	edition
Emory L. J.	Emory Law Journal
Erasmus L. Rev.	Erasmus Law Review
Europ. Econ. Rev.	European Economic Review
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
F. Cas.	Federal Cases (Fallrechtssammlung der Bundesberufungs- und -bezirksgerichte für die Jahre 1789 und 1880)
F. Supp.	Federal Supplement (Fallrechtssammlung der Bundesbezirksgerichte)
F., F.2d	Federal Reporter (Fallrechtssammlung der Bundesberufungsgerichte, 1. bzw. 2. Serie)
f., ff.	folgend(e)
Fed. Reg.	Federal Register

FED. SEC. L. REP.	Federal Securities Law Reports
Fla.	Florida (auch Supreme Court des Staates)
Fn.	Fußnote
Fordham L. Rev.	Fordham Law Review
FS	Festschrift
Ga.	Georgia (auch Supreme Court des Staates)
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
Geo. L.J.	Georgetown Law Journal
Geo. Mason L. Rev.	George Mason Law Review
Geo. Wash. L. Rev.	George Washington Law Review
German L.J.	German Law Journal
GesRZ	Der Gesellschafter – Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht
GG	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland vom 23. Mai 1949 (BGBl. 1)
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHR	Die GmbH-Rundschau
Gray	Fallrechtssammlung des Bundesstaates Massachusetts zusammengestellt von <i>Gray</i>
GroßKomm	Großkommentar
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
h.M.	herrschende Meinung
Harv. Bus. L. Rev.	Harvard Business Law Review
Harv. J. L. & Pub. Pol’y	Harvard Journal of Law & Public Policy
Harv. J. on Legis.	Harvard Journal on Legislation
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
Hastings L.J.	Hastings Law Journal
Hervorh. d. Verf.	Hervorhebung(en) durch den Verfasser
HGB	Handelsgesetzbuch
Hofstra L. Rev.	Hofstra Law Review
Hous. Bus. & Tax L.J.	Houston Business and Tax Law Journal
Hrsg.	Herausgeber
i.V.m.	in Verbindung mit
IAS	International Accounting Standards
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
Ill.	Illinois (auch Supreme Court des Staates; auch Fallrechtssammlung des Staates)
Ill. App. Ct.	Illinois Appellate Court
In re	in the matter
Inc.	Incorporated
Ind.	Indiana (auch Supreme Court des Staates; auch Fallrechtssammlung des Staates)
Insights	Insights – The Corporate & Securities Law Advisor
Iowa	Iowa (auch Supreme Court des Staates)
Iowa L. Rev.	Iowa Law Review
J. Acct. & Econ.	Journal of Accounting and Economics
J. Bus. & Tech. L.	Journal of Business & Technology Law
J. Bus. Entrepreneurship & L.	Journal of Business, Entrepreneurship and the Law
J. Bus. L.	The Journal of Business Law

J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Corp. L. Stud.	Journal of Corporate Law Studies
J. Fin.	The Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Ind. Econ.	The Journal of Industrial Economics
J. L. Econ. & Org.	Journal of Law, Economics and Organization
J. Legal Educ.	Journal of Legal Education
J. Legal Stud.	Journal of Legal Studies
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
J.L. & Com.	Journal of Law and Commerce
J.L. & Econ.	Journal of Law & Economics
JFE	Journal of Financial Economics
JZ	JuristenZeitung
Kan.	Kansas (auch Supreme Court des Staates)
KölnerKomm	Kölner Kommentar
KTS	Konkurs – Treuhand – Sanierung: Zeitschrift für Insolvenzrecht
Ky.	Kentucky (auch Supreme Court des Staates)
Ky. Ct. App.	Kentucky Court of Appeals
Ky. L.J.	Kentucky Law Journal
La.	Louisiana (auch Supreme Court des Staates)
Law & Contemp. Probs.	Law and Contemporary Problems
Lewis & Clark L. Rev.	Lewis & Clark Law Review
LEXIS	LexisNexis (Fallrechtssammlung)
Los Angeles Bar Assn. Bulletin	Los Angeles Bar Association Bulletin
Loy. U. Chi. L.J.	Loyola University Chicago Law Journal
Ltd.	Limited
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
M&A Journal	The M&A Journal
Mass.	Massachusetts (auch Supreme Judicial Court des Staates; auch Fallrechtssammlung des Staates)
Mass. App. Ct.	Massachusetts Appeals Court
MBCA	Model Business Corporation Act
Md. Ct. Spec. App.	Maryland Court of Special Appeals
Me.	Maine (auch Supreme Court des Staates)
Mich.	Michigan (auch Supreme Court des Staates; auch Fallrechtssammlung des Staates)
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
Mich. Pub. Laws	Michigan Public Laws
Minn.	Minnesota (auch Supreme Court des Staates)
Minn. L. Rev.	Minnesota Law Review
Misc., Misc.2d	Miscellaneous Reports (Regionalfallrechtssammlung des Bundesstaates New York, 1. bzw. 2. Serie)
Mo.	Missouri (auch Supreme Court des Staates)
Mo. L. Rev.	Missouri Law Review
Mont.	Montana (auch Supreme Court des Staates)
MünchKomm	Münchener Kommentar
N.C.	North Carolina (auch Supreme Court des Staates)

N.C. J.L. & Tech.	North Carolina Journal of Law & Technology
N.C. L. Rev.	North Carolina Law Review
N.D.	Northern District
N.D. Fla.	Northern District of Florida, United States District Court
N.D. Ga.	Northern District of Georgia, United States District Court
N.D. Ind.	Northern District of Indiana, United States District Court
N.D.Ill.	Northern District of Illinois, United States District Court
N.E., N.E.2d	North Eastern Reports (Regionalfallrechtssammlung, 1. bzw. 2. Serie)
N.H.	New Hampshire (auch Supreme Court des Staates)
N.J.	New Jersey (auch Supreme Court des Staates)
N.J. Ch.	Court of Chancery New Jersey
N.J. Eq.	New Jersey Equity Reports (Regionalfallrechtssammlung)
N.J. Stat.	New Jersey Statutes
N.J. Super.	Superior Court of New Jersey
N.J. Err. & App.	Court of Errors and Appeals of New Jersey
N.W., N.W.2d	North Western Reports (Regionalfallrechtssammlung, 1. bzw. 2. Serie)
N.Y. Laws	New York Session Laws
N.Y.	New York (auch Court of Appeals – gleichzusetzen mit den Supreme Courts der anderen Bundesstaaten – des Staates; auch Fallrechtssammlung des Staates)
N.Y. App. Div.	New York Supreme Court, Appellate Division (gleichzusetzen mit den Courts of Appeals der anderen Bundesstaaten)
N.Y. Sur. Ct.	New York Surrogate's Court
N.Y.S, N.Y.S.2d	New York Supplement (Regionalfallrechtssammlung, 1. bzw. 2. Serie)
N.Y.U. J.L. & Bus.	New York University Journal of Law and Business
N.Y.U. J.L. & Liberty	New York University Journal of Law and Liberty
N.Y.U. L. Q. Rev.	New York University Law Quarterly Review
N.Y.U. L. Rev.	New York University Law Review
Neb. L. Rev.	Nebraska Law Review
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-Spezial	Neue Juristische Wochenschrift – Spezial
No.	Number
Notre Dame L. Rev.	Notre Dame Law Review
Notre Dame Law.	Notre Dame Lawyer
Nr.	Nummer
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
Ohio	Ohio (auch Supreme Court des Staates)
Ohio St. L.J.	Ohio State Law Journal
Okla.	Oklahoma (auch Supreme Court des Staates)
OLG	Oberlandesgericht
Or.	Oregon (auch Supreme Court des Staates)
Oxford J. Legal Stud.	Oxford Journal of Legal Studies
P., P.2d	Pacific Reporter (Regionalfallrechtssammlung, 1. bzw. 2. Serie)

Pa.	Pennsylvania (auch Supreme Court des Staates; auch Fallrechtssammlung des Staates)
Pa. Super.	Superior Court of Pennsylvania
Penn St. L. Rev.	Penn State Law Review
Q.J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
R.I.	Rhode Island (auch Supreme Court des Staates)
RefE	Referentenentwurf
reh. denied	rehearing denied (Wiederaufnahme abgelehnt)
Rev. Fin. Stud.	The Review of Financial Studies
rev'd	reversed (aufgehoben)
rev'd sub nom.	– unter (Fall-)Bezeichnung
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RJ	Rechtshistorisches Journal
Rspr.	Rechtsprechung
Rz.	Randziffer
S.	Seite; Satz
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
S.C.	South Carolina (auch Supreme Court des Staates)
S.D.	Southern District
S.D. Fla.	Southern District of Florida, United States District Court
S.D.N.Y.	Southern District of New York, United States District Court
S.E., S.E.2d	South Eastern Reporter (Regionalfallrechtssammlung, 1. bzw. 2. Serie)
S.W., S.W.2d, 3d	South Western Reporter (Regionalfallrechtssammlung, 1. bis 2. Serie)
SEC	Securities and Exchange Commission
Seton Hall L. Rev.	Seton Hall Law Review
slip op.	slip opinion (vorläufige schriftliche Gerichtsentscheidung)
So.	Southern Reporter (Regionalfallrechtssammlung)
sog.	so genannt
Southwest. Law Rev.	Southwestern Law Journal
St. John's L. Rev.	St. John's Law Review
St. Mary's L.J.	St. Mary's Law Journal
st. Rspr.	ständige Rechtsprechung
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
Stetson L. Rev.	Stetson Law Review
Tenn. L. Rev.	Tennessee Law Review
Tex. Civ. App.	Court of Civil Appeals of Texas
Tex. L. Rev.	Texas Law Review
U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
U. Cin. L. Rev.	University of Cincinnati Law Review
U. Colo. L. Rev.	University of Colorado Law Review
U. Ill. L. Rev.	University of Illinois Law Review
U. Ill. L.F.	University of Illinois Law Forum
U. Mich. J.L. Reform	University of Michigan Journal of Law Reform
U. Pa. J. Bus. L.	University of Pennsylvania Journal of Business Law
U. Pa. J. Int'l Bus. L.	University of Pennsylvania Journal of International Business Law

U. Pa. L. Rev	University of Pennsylvania Law Review
u.a.	unter anderem
U.C. Davis L. Rev.	U.C. Davis Law Review
U.S.	United States (auch United States Supreme Court; auch United States Reports, Entscheidungssammlung des United States Supreme Court)
UCLA L. Rev.	UCLA Law Review
UMKC L. Rev.	UMKC Law Review
UmwG	Umwandlungsgesetz
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
Utah	Utah (auch Supreme Court des Staates)
Utah L. Rev.	Utah Law Review
v.	von; vom; bei Entscheidungen aus dem anglo-amerikanischen Rechtskreis: versus (gegen)
Va.	Virginia (auch Supreme Court des Staates)
Va. J. Int'l L.	Virginia Journal of International Law
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
Vand. L. Rev. En Banc	Vanderbilt Law Review En Banc
vgl.	vergleiche
Vill. L. Rev.	Villanova Law Review
Vol.	Volume
Vt.	Vermont (auch Supreme Court des Staates; auch Fallrechtssammlung des Staates)
W. Res. L. Rev.	Western Reserve Law Review
W. Va.	West Virginia Supreme Court of Appeals
W. Va. L. Rev.	West Virginia Law Review
W.D.	Western District
Wake Forest L. Rev.	Wake Forest Law Review
Wash.	Washington (auch Supreme Court des Staates)
Wash. & Lee L. Rev.	Washington and Lee Law Review
Wash. U. Jurisprudence Rev.	Washington University Jurisprudence Review
Wash. U. L. Rev.	Washington University Law Review
Wayne L. Rev.	Wayne Law Review
Willamette L. Rev.	Willamette Law Review
Wis. L. Rev.	Wisconsin Law Review
WL	WestLaw (Fallrechtssammlung)
WM	Wertpapier-Mitteilungen
Wm. & Mary Bus. L. Rev.	William & Mary Business Law Review
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
Wyo.	Wyoming (auch Supreme Court des Staates)
Yale L.J.	Yale Law Journal
z.B.	zum Beispiel
ZaIP	Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZBIHR	Zentralblatt für Handelsrecht
ZDAR	Zeitschrift für Deutsches und Amerikanisches Recht
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht

zfbf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfRV	Zeitschrift für Rechtsvergleichung, Internationales Privatrecht und Europarecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZtschfAG	Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Einleitung

„Much can be gained from a study of minority freeze-outs, from both a theoretical and practical perspective. From a theoretical point of view, freeze-outs of minorities lie on the contested frontier separating the powers (and duties) of controlling shareholders and directors from the rights of minority shareholders.

From a more practical perspective, the opportunity to go private, its costs, and its timing affect not only the prosperity of single corporations at the micro level, but also the health of the financial system in which they operate at the macro level.“¹

A. Regelungsproblem

Wie im Kontext des deutschen Rechts, in welchem der Ausschluss aus der Gesellschaft gemeinhin als „unfreiwillige Beendigung der Mitgliedschaft auf verbandsrechtlicher Grundlage“ definiert wird,² wird auch im US-amerikanischen Recht die Unfreiwilligkeit als prägendes Element des dort als *freezeout*³

¹ *Ventoruzzo*, *Freeze-Outs*, 50 Va. J. Int'l L. 841, 845 (2010).

² *Grunewald*, *Ausschluss aus Gesellschaft und Verein* (1987), S. 1; *Reinisch*, *Ausschluss von Aktionären* (1992), S. 1. Bezeichnendes Merkmal eines Aktionärsausschlusses ist, dass die Gesellschaft nicht gleichzeitig mit dem Ausschluss aufhört zu existieren, etwa weil sie aufgelöst wird; *Henze*, in: FS Wiedemann (2002), S. 935, 937.

³ Der Begriff des *freezeout* wird im US-amerikanischen Rechtskreis für Transaktionen verwendet, an deren Ende ein Aktionär gegen seinen Willen die Gesellschaft verlassen muss, vgl. *Clark*, *Corporate law* (1986), S. 499; *Letsou/Haas*, *Dilemma That Should Never Have Been*, 61 Bus. Law. 25, 30 (2005); *Ventoruzzo*, 50 Va. J. Int'l L. 841, 842 (Fn. 1) (2010); so auch *E. Levy*, *Freeze-out Transactions the Pure Way*, 106 W. Va. L. Rev. 305, 307 (Fn. 7) (2004); *Restrepo/Subramanian*, *Effect of Delaware Doctrine on Freezeout Structure & Outcomes*, 5 Harv. Bus. L. Rev. 205, 208 (2015). Auch der sich im deutschen Recht etablierte Begriff des *squeeze-out* wird in den USA zum Teil zur Kennzeichnung des Aktionärsausschlusses verwendet (vgl. etwa *Garza*, *Rethinking Corporate Governance*, 31 St. Mary's L.J. 613, 622 f. (2000)). Zur Austauschbarkeit dieser Begrifflichkeiten im US-amerikanischen Recht siehe *Clark*, *Corporate law* (1986), S. 500; *Letsou/Haas*, 61 Bus. Law. 25, 30 (Fn. 26) (2005); *Subramanian*, *Post-Siliconix Freeze-Outs*, 36 J. Legal Stud. 1, 2 f. (2007). Vgl. allgemein auch *Dresenkamp*, *Squeeze-out durch den Staat* (2012), S. 19 ff.; *Gefßner*, *Treuepflichten bei Mehrheitsumwandlungen von GmbH im Vergleich zum amerikanischen Recht* (1993), S. 106 ff.; *Königshausen*, *Squeeze-out in den USA und Deutschland* (2012), S. 13 ff.; *Weiss*, *Der Ausschluss von Minderheitsaktionären* (2003), S. 2 (Fn. 4).

bezeichneten Aktionärsausschlusses betrachtet.⁴ Da beim Aktionärsausschluss die Verhandlung über die Übertragung der Mitgliedschaft durch einen Zwangsübergang ersetzt werden kann,⁵ wohnt dieser Konstellation nicht zuletzt vor dem Hintergrund des damit einhergehenden besonders schwerwiegenden Eingriffs in die Rechtssphäre der betroffenen Aktionäre ein immenses Konfliktpotential inne.⁶ Der Entzug der Gesellschafterstellung ist zusätzlich emotional aufgeladen, weil er nach allgemeinen Rechtsgrundsätzen, die sowohl in den anerkannten Grundsätzen des deutschen Verbandsrechts als auch des US-amerikanischen *common law* zum Ausdruck kommen, ohne Zustimmung des betroffenen Aktionärs regelmäßig nicht zulässig sein kann.⁷ Ebenso erhitzt die mit dem Aktionärsausschluss einhergehende Ungleichbehandlung die Gemüter der betroffenen Gesellschafter: Während die vom Ausschluss betroffene Aktionärsgruppe die Zugehörigkeit zur Gesellschaft und die damit verbundene vermögensmäßige Partizipation am Unternehmensgegenstand verliert, besteht die mitverwaltungs- und vermögensrechtliche Beteiligung der restlichen Aktionäre unverändert fort.⁸ Schließlich wirft der Aktionärsausschluss infolge der

⁴ E. Levy, 106 W. Va. L. Rev. 305, 351 (2004) („by definition, the frozen-out minority shareholders did not consensually transfer their interests to the controlling party“); Letsou/Haas, 61 Bus. Law. 25 (2005) („they can be completed under the applicable statutory provisions even if no minority shareholder consents“).

⁵ Vgl. hierzu Mülbart, in: FS Hopt (2010), S. 1039, 1072.

⁶ Vgl. etwa v. Falkenhausen, Grenzen der Mehrheitsherrschaft (1967), S. 34 („Der stärkste Eingriff in die Rechte eines Gesellschafters ist der Ausschluß aus der Gesellschaft. Er vernichtet die ganze Beteiligung, und damit auch alle ihre wertbildenden Eigenschaften.“); Bergbach, Anteilseigentum (2010), S. 443 („Extremfall“); Kiem, Squeeze-out, in: Henzel/Hoffmann-Becking (Hrsg.), RWS Forum 20 (2001), S. 329, 332 („stärkster denkbarer Eingriff in die Gesellschafterstellung“); Bühler, BB 2018, 2886 („denkbar schwerwiegendste Folge für die Minderheitsaktionäre: de[r] vollständige Verlust ihrer Mitgliedschaft“). In diesem Sinne auch Bergbach, Anteilseigentum (2010), S. 447; Hamann, Minderheitenschutz beim Squeeze-out (2003), S. 20; Hofmann, Minderheitenschutz im Gesellschaftsrecht (2011), S. 367; Vetter, AG 2002, 176. Siehe auch Manning, Reflections and Practical Tips on Life in the Boardroom after Van Gorkom, 41 Bus. Law. 1, 6 (1985): „those matters are very close to a nerve“; zustimmend Haas, Toward a Controlling Shareholder Safe Harbor, 90 Va. L. Rev. 2245, 2300 (2004) („most significant ›ownership claim‹ issue of all“) und Siegel, The Erosion of the Law of Controlling Shareholders, 24 Del. J. Corp. L. 27, 45 (1999) („In addition to presenting ownership-claim issues, these transactions also terminate the shareholder’s ownership interest.“). Vgl. ferner Cox/Hazen, Cox & Hazen on corporations (2nd ed. 2003), S. 1404 f. (§ 23.03) („Abuses that may accompany a controlled merger or other conflict-of-interest transaction are magnified when the minority shareholder is cashed out thus is not able to share in the profits of the surviving corporation.“).

⁷ Zum deutschen Verbandsrecht Vetter, AG 2002, 176, 177 (m.w.N.) sowie zu den allgemeinen zivilrechtlichen Grundsätzen Bühler, BB 2018, 2886, 2888. Zum *common law* siehe eingehend unten Kapitel 2 A I (S. 72) und Kapitel 3 A (S. 211).

⁸ Bergbach, Anteilseigentum (2010), S. 474; Gefßner, Treuepflichten bei Mehrheitsumwandlungen von GmbH im Vergleich zum amerikanischen Recht (1993), S. 107 f. Zur

Qualifikation des Anteilsrechts als Eigentumsposition sowohl in Deutschland als auch in den Vereinigten Staaten verfassungsrechtliche Fragen auf und erweitert den auf einfachgesetzlicher Ebene zu verortenden gesellschaftsrechtlichen Konflikt um die Ebene des auf grundlegenden Gerechtigkeitsabwägungen beruhenden Verfassungsrechts. Am Ende stellt sich damit in sämtlichen Ausschlusskonstellationen und unabhängig vom betroffenen Rechtskreis das durch gesellschaftsrechtliche, verfassungsrechtliche und allgemeine Gerechtigkeitsabwägungen geprägte Regelungsproblem: Warum darf ein Aktionär gegen seinen Willen aus seiner Gesellschaft ausgeschlossen werden?

Die Formulierung dieser Frage, die eher auf die Rechtfertigung eines faktisch praktizierten Zustandes als auf die grundsätzliche Infragestellung eines gesellschaftsrechtlichen Phänomens abzielt, legt offen, dass jedenfalls heute im Grundsatz keine echten Zweifel an einem situationsabhängigen Bedürfnis für die Möglichkeit eines Aktionärsausschlusses bestehen. Zu vielfältig sind die möglichen Gründe für den Ausschluss von Aktionären, als dass unter den heutigen wirtschaftlich und rechtlich komplexen Gegebenheiten dem Aktionärsausschluss eine kategorische Absage erteilt werden könnte. Grob gesprochen kann der Aktionärsausschluss dem Ziel einer innergesellschaftlichen Konfliktlösung dienen oder er erfolgt – wie in den meisten Ausschlusskonstellationen – aus einer wirtschaftlichen Motivation des Mehrheitsgesellschafters heraus.⁹ Der Aktionärsausschluss kann demnach neben seiner überwiegend konfliktbefeuernenden Natur im Ausnahmefall auch konfliktberuhigend wirken.

Ungleichbehandlung auch *Brogan*, Fairness in Going Private Transaction: Federal Authorization of Substantive Regulation, 58 B.U. L. Rev. 792, 796 (1978); *Brudney*, A Note on Going Private, 61 Va. L. Rev. 1019, 1021 (1975). Für den Minderheitsgesellschaftler wirkt es sich ferner negativ aus, dass er den Zeitpunkt des Ausschlusses nicht bestimmen kann; vgl. *Gefner*, Treuepflichten bei Mehrheitsumwandlungen von GmbH im Vergleich zum amerikanischen Recht (1993), S. 129 f.

⁹ *Reinisch*, Ausschluss von Aktionären (1992), S. 14. Hierzu auch *Seiler*, „Freezeout“ von Minderheitsaktionären (1991), S. 12 ff. So kann der Aktionärsausschluss mit dem Ziel der innergesellschaftlichen Konfliktlösung vor dem Hintergrund der Vermeidung einer Gesellschaftsauflösung (*Reinisch*, Ausschluss von Aktionären (1992), S. 1; *Warchol*, Squeezeout (2008), S. 72 f.), der Sanktionierung von Beeinträchtigungen des Gesellschaftszwecks (*Reinisch*, Ausschluss von Aktionären (1992), S. 13), der Beseitigung persönlicher Konflikte zwischen Gesellschaftern (*Hofmann*, Minderheitsschutz im Gesellschaftsrecht (2011), S. 367), der Erhaltung einer bestimmten Zusammensetzung an Aktionären (Stichwort: Familiengesellschaft), der Sicherstellung der Kapitalaufbringung (Ausschluss wegen fehlender Erbringung der Einlagen, § 64 AktG) und ggf. der Disziplinierung mit Strafcharakter (zweifelnd *Melber*, Die Kaduzierung in der GmbH (1993), S. 169) erfolgen. Dem von einer wirtschaftlichen Motivation getragenen Aktionärsausschluss kann das Streben nach dem alleinigen Nutzen von Geschäftschancen (*Grunewald*, Ausschluss aus Gesellschaft und Verein (1987), S. 9), die Erleichterung der Unternehmensführung durch Entfernen lästiger oder Kosten verursachender Minderheitsgesellschaftler (*Dresenkamp*, Squeeze-out durch den Staat (2012), S. 115 ff.; *Seuffert*, Schutz des Aktieneigentums (2005), S. 142) bzw.

Insgesamt ist es eine Frage des Einzelfalls, ob die mit dem Ausschluss bezweckten rechtlichen und wirtschaftlichen Folgen den Eingriff in die Rechtssphäre der betroffenen Gesellschafter zu rechtfertigen vermögen. Entsprechend schwer oder weniger schwer wiegen auch die den Ausschlussinteressen des Mehrheitsgesellschafters gegenüberstehenden Interessen der betroffenen Minderheitsgesellschaft. Der Aktionärsausschluss betrifft damit im Kern die Frage nach der Reichweite der Duldungspflichten der Minderheit einerseits und der Übergriffsbefugnisse der Mehrheit andererseits; oder anders formuliert nach den Abwehrbefugnissen der Minderheit einerseits und den Unterlassungspflichten der Mehrheit andererseits. Egal wie die Frage gewendet wird, es wird deutlich, dass das Regelungsproblem des Aktionärsausschlusses in der Praxis weniger in der abstrakten Zulässigkeitsfrage als vielmehr in der Auslotung der mit dem Aktionärsausschluss hervorgerufenen Konfliktlage liegt und deshalb gegenüber der oben gewählten Formulierung wie folgt zu modifizieren ist: Wie ist der durch den Aktionärsausschluss hervorgerufene Interessenkonflikt zwischen Mehrheits- und Minderheitsgesellschaftern zu lösen?

Der damit in den Fokus gerückte Mehrheits-/Minderheitskonflikt bildet den Kern der rechtlichen Diskussion des Aktionärsausschlusses.¹⁰ Der Ausschluss aus der Gesellschaft versinnbildlicht vor diesem Hintergrund die Ausmaße, welche die gesellschaftsrechtlichen Konflikte zwischen Mehrheit und Minderheit in der Aktiengesellschaft annehmen können.¹¹ Er liegt an der Grenze zwischen einem bestandsrechtlichen Vollverlust und einer fortgesetzten

Umstrukturierung des Unternehmens (a.a.O., S. 143) oder der Wunsch nach einem Rückzug vom öffentlichen Anteilhandel und dem damit einhergehenden Abstreifen bestimmter kosten- und zeitintensiver kapitalmarktrechtlicher Vorgaben (sog. *going private*; hierzu eingehend unten Kapitel 4 B I (S. 278) und Kapitel 4 E I 1 (S. 365); zum deutschen Rechtskreis: *Asgarian*, *Going-Private-Transaktionen* (2010); *Brauer*, *Die Rechte der Aktionäre beim Börsengang und Börsenrückzug* (2005); *Even/Vera*, *DStR* 2002, 1315; *Funke*, *Minderheitenschutz beim „kalten“ Delisting* (2005); *Groß*, *ZHR* 165 (2001), 141; *Hecker/Kaserer*, *BFuP* 2003, 137; *Hellwig/Bormann*, *ZGR* 2002, 465; *Keinath*, *Taking-Private-Optionen* (2010); *Klöhn*, *NZG* 2012, 1041; *Krolop*, *Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt* (2005); *Mülbart*, *ZHR* 165 (2001), 104; *Ott*, *Der Rückzug von der Börse* (2005); *Richard/Weinheimer*, *BB* 1999, 1613; *Roßkopf*, *ZGR* 2014, 487; *Schmitt/Süßmann*, *BB* 2014, 1451; *Schwichtenberg*, *DStR* 2001, 2075; *ders.*, *Going private und freezeouts* (2003); *Steck*, *AG* 1998, 460; *Thomas*, *Delisting und Aktienrecht* (2009); *Zillmer*, *Going Private* (2003)) zugrunde liegen. *Harford/Stanfield/Zhang*, *Do insiders time management buyouts and freezeouts to buy undervalued targets?*, 131 *JFE* 206 (2019) zeigen, dass *freezeout*-Transaktionen insbesondere dann durchgeführt werden, wenn Unternehmen unterbewertet sind.

¹⁰ Gegenstand der vorliegenden Arbeit ist der Ausschluss einer Aktionärsminorität durch eine Aktionärsmehrheit. Konstellationen, in denen die Aktionärsminorität ausnahmsweise den Ausschluss der Aktionärsmehrheit herbeiführen kann, werden nicht näher beleuchtet.

¹¹ Vgl. das Eingangszitat zu Fn. 1 (Einleitung, S. 1). Siehe hierzu auch *Seiler*, „Freeze-out“ von Minderheitsaktionären (1991), S. 4.

verbandsrechtlichen und vermögensmäßigen Partizipation und damit an einem neuralgischen Scheidepunkt der gegenläufigen Aktionärsinteressen.¹² Vor diesem Hintergrund stellt die Untersuchung des Aktionärsausschlusses die Beleuchtung eines Extremfalls des Mehrheits-/Minderheitskonflikts in Aussicht. Zugleich verspricht sie Einblicke in den Status quo des Minderheitsschutzes und wird es ermöglichen, das Anteilsrecht einfachgesetzlich sowie verfassungsmäßig einzuordnen und zu bewerten.

B. Entwicklung der Forschungsfrage

In Deutschland hat die Diskussion betreffend den Aktionärsausschluss und den damit einhergehenden Mehrheits-/Minderheitskonflikt durch den 2002 eingeführten aktienrechtlichen Squeeze-out¹³ vermehrt Aufmerksamkeit erhalten. Während der Ausschluss in Deutschland zuvor entweder an strenge inhaltliche Vorgaben geknüpft war oder nur mittelbar im Rahmen von Strukturmaßnahmen erreicht werden konnte,¹⁴ genügt seit der Einführung des aktienrechtlichen Squeeze-out das bloße Erreichen einer Beteiligungsgrenze von über 95 %, um die verbleibende Minderheit gegen Abfindung aus der Gesellschaft zwangsweise auszukufen.¹⁵ In dieser Funktion wird dem aktienrechtlichen Squeeze-out eine einschneidende Neubewertung des Mehrheits-/Minderheitskonflikts nachgesagt,¹⁶ die über die Jahre durch eine Reihe weiterer legislativer Maßnahmen zur Neuordnung der Aktionärsrechte ergänzt wurde. Zunächst normierte der Gesetzgeber im Jahr 2006 den übernahmerechtlichen Squeeze-out,¹⁷

¹² Siehe hierzu die Nachweise in Fn. 6 (Einleitung, S. 2).

¹³ §§ 327a ff. AktG (eingeführt zum 1. Januar 2002 durch das Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen, Gesetz vom 20. Dezember 2001, BGBl. I 2001, S. 3822).

¹⁴ *Rühland*, Ausschluß von Minderheitsaktionären (2004), S. 105 unter Verweis auf Techniken wie die Zwangseinziehung nach § 237 Abs. 1 S. 1 Var. 1 AktG oder die übertragende Auflösung nach § 179a Abs. 1 i.V.m. § 262 Abs. 1 Nr. 2 AktG; ebenso *Schöpfer*, Ausschluß von Minderheitsaktionären (2007), S. 20, 26. Zu sämtlichen nach deutschem Recht möglichen Ausschlussstechniken siehe unten Fn. 176 (Kapitel 3, S. 247).

¹⁵ *Heskamp*, Squeeze-Out und Bestandsinteresse (2013), S. 19; 214 ff.; *Fleischer*, ZGR 2002, 757, 759 ff.; *Fuchs*, Der aktienrechtliche Squeeze-out (2009), S. 30; *Singhof*, in: *Spindler/Stilz*, AktG (4. Aufl. 2019), § 327a Rn. 8.

¹⁶ In diesem Sinne *Fleischer*, ZGR 2002, 757, 758 ff.; *Gräfe*, Squeeze-outs (2011), S. 73; *Jakobs*, Minderheitsaktionär und Squeeze-out (2007), S. 30; *Paefgen*, in: FS Westermann (2008), S. 1221, 1224. Zu der damit einhergehenden Neubewertung der Stellung des Minderheitsaktionärs *Fleischer*, in: *Großkomm/AktG* (4. Aufl. 2011), Vor §§ 327a-f Rn. 18; *Singhof*, in: *Spindler/Stilz*, AktG (4. Aufl. 2019), § 327a Rn. 8; *Vetter*, AG 2002, 176, 180.

¹⁷ §§ 39a ff. WpÜG (eingeführt zum 14. Juli 2006 durch das Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, Gesetz vom 8. Juli 2006, BGBl. I 2006, S. 1426).

bei dem er den Rechtsschutz der ausgeschlossenen Aktionäre im Hinblick auf die Angemessenheit der zu zahlenden Entschädigung neu ausgestaltete. Nach § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG ist die im Rahmen eines Übernahme- oder Pflichtangebots gewährte Gegenleistung als angemessen anzusehen, sofern der Bieter aufgrund des Angebots Aktien in Höhe von mindestens 90% des vom Angebot betroffenen Grundkapitals erworben hat.¹⁸ Eine weitere Neuausrichtung des Minderheitsschutzes erfolgte im Hinblick auf die für den Aktionärsausschluss erforderliche Beteiligungsgrenze. Forderungen nach einer Herabsetzung der Beschlussmehrheiten¹⁹ wurden in zwei Fällen gesetzliche Realität. Das Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetz (FMStBG) aus dem Jahre 2008 setzte zugunsten der Bundesrepublik Deutschland die Beteiligungsgrenze für die Durchführung eines aktienrechtlichen Squeeze-out auf 90 % herab²⁰ – eine Mehrheit, die auch für die Durchführung des im Jahr 2011 eingeführten verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out genügt²¹.

Diese in Deutschland mit dem Beginn des 21. Jahrhunderts zu verzeichnende Erweiterung und Liberalisierung der Ausschlussmöglichkeiten werfen aus Sicht des Betrachters aus dem deutschen Rechtskreis, insbesondere vor dem Hintergrund eines möglichen historischen bzw. diagonalen Rechtsvergleichs,²² die Frage auf, wie die entsprechenden, den Ausschlusses aus der

¹⁸ Dies wird von der h.M. als unwiderlegliche Vermutung qualifiziert (OLG Stuttgart NZG 2009, 950; *Austmann/Mennicke*, NZG 2004, 846, 850 f.; *Grunewald*, in: MünchKomm, AktG (4. Aufl. 2017), § 39a WpÜG Rn. 34; *Hasselbach*, in: KölnerKomm/WpÜG (2. Aufl. 2010), § 39a Rn. 68 ff.; *Müller-Michaels*, in: Hölters, AktG (3. Aufl. 2017), § 39 WpÜG Rn. 11a; *Noack/Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer-KMRK (5. Aufl. 2020), § 39a WpÜG Rn. 21 ff.; *Santelmann*, in: Steimeyer/WpÜG (4. Aufl. 2019), § 39a Rn. 31 ff.). Eine gerichtliche Überprüfung zugunsten des Minderheitsaktionärs ist damit ausgeschlossen. A.A. *Seiler*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG (3. Aufl. 2020), § 39a Rn. 89 ff.; *Schüppen/Tretter*, in: FrankfurterKomm, WpÜG (3. Aufl. 2008), § 39a Rn. 27.

¹⁹ Für eine Herabsetzung auf 90 %: *Kallmeyer*, AG 2000, 59, 60 und *Kossmann*, NZG 1999, 1198, 1202 f. In diese Richtung auch *Roth*, NZG 2003, 998, 1000. *Krebs*, Freeze-Out Transactions in Germany and the U.S., 13 German L.J. 941, 976 (2012) spricht sich für eine Herabsetzung auf 75 % aus.

²⁰ § 12 Abs. 4 Satz 1 FMStBG (eingeführt zum 9. April 2006 durch das Gesetz zur weiteren Stabilisierung des Finanzmarktes, Gesetz vom 7. April 2009, BGBl. I 2009, S. 725).

²¹ § 62 Abs. 5 UmwG (eingeführt zum 15. Juli 2011 durch das Dritte Gesetz zur Änderung des Umwandlungsgesetzes, Gesetz vom 11. Juli 2011, BGBl. I 2011, S. 1338).

²² Bei einer solchen historischen Rechtsvergleichung wird das in Deutschland geltende Recht als historisch gewachsener und durch Rezeption ausländischen Rechts mitgeformter Gegenstand betrachtet und vor dem Hintergrund der Entwicklungen im Ausland nicht nur ausgelegt, sondern ggf. fortgebildet (zum Begriff der historischen Rechtsvergleichung vgl. *Kaden*, Rechtsvergleichung, in: *Schlegelberger* (Hrsg.), Rechtsvergleichendes Handwörterbuch (1938), S. 9, 18 f. Zur Rolle der Rechtsgeschichte in der Rechtsvergleichung siehe: *Ewald*, ZEuP 1999, 553 ff. *Flessner*, ZEuP 1999, 513; *Genzmer*, ARSP 1955, 326; *ders.*, Comparative Legal History, 15 Am. J. Comp. L. 87 (1967); *Kötz*, JZ 1992, 20; *Luig*, ZEuP 1999, 521; *Reimann*, ZEuP 1999, 496; *Simon*, RJ 1992, 574). Die historische

Aktiengesellschaft betreffenden Entwicklungen in anderen Rechtskreisen aussehen.

Für den mit dem deutschen Recht vertrauten Betrachter ist der US-amerikanische Rechtskreis und damit der dortige legislative und judikative Umgang mit dem Mehrheits-/Minderheitskonflikt in Ausschlusskonstellationen als Kontrastfläche zu den deutschen Entwicklungen von besonderem Interesse. Die Vereinigten Staaten agieren in vielen Bereichen des Gesellschaftsrechts als Vorreiter und -denker und konnten schon in der Vergangenheit als Quelle für alternative Lösungsansätze gesellschafts- und kapitalmarktrechtlicher Probleme dienen.²³ Die Untersuchung der US-amerikanischen Entwicklungen betreffend den Aktionärsausschluss bietet sich insbesondere vor dem gedanklichen Hintergrund des diagonalen Rechtsvergleichs deshalb an, weil der Einfluss des US-amerikanischen Rechts auf den deutschen Rechtskreis und dabei insbesondere auf das deutsche Gesellschaftsrecht weit über die jüngeren, durch die Globalisierung bedingten Entwicklungen bis zu den Anfängen des 20. Jahrhunderts zurückgeht.²⁴ Im Übrigen kann das US-amerikanische Recht auf eine intensive und fundierte, über 100 Jahre zurückreichende juristische Befassung mit dem *freezeout* zurückblicken und verspricht für den Betrachter aus Deutschland damit eine Fülle an Denkanstößen und möglichen Regelungsalternativen. Des Weiteren bildet der US-amerikanische Rechtskreis in bestimmten für den Aktionärsausschluss relevanten rechtstatsächlichen Aspekten einen reizvollen Kontrast zu den deutschen Verhältnissen. Während Aktiengesellschaften in Deutschland regelmäßig von Großanlegern dominiert werden und erst in jüngerer Zeit von Kleinanlegern als Kapitalanlage entdeckt wurden, ist die Aktiengesellschaft in den USA traditionell Publikumsgesellschaft²⁵ und dient den US-amerikanischen Kleinanlegern in dieser Funktion als soziale Absicherung.²⁶ Der Aktionärsausschluss wird in den Vereinigten Staaten damit um eine weitere, die rechtliche Diskussion potentiell verschärfende sozial-ökonomische Ebene erweitert.

Bereits diese kursorische Betrachtung des US-amerikanischen Rechts verdeutlicht, dass der dortige Aktionärsausschluss durch eine Vielzahl von

Rechtsvergleichung macht eine vertiefte Betrachtung des ausländischen Rechts, insbesondere der ausländischen Entwicklungslinien erforderlich; weiterführend unten Fn. 27 (Einleitung, S. 8).

²³ Vgl. etwa *Fleischer*, NZG 2004, 1129, 1135 f.; *ders.*, ZIP 2006, 451, 453; *Goette*, DStR 2005, 561. Siehe hierzu eingehend v. *Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland (2008).

²⁴ v. *Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland (2008), S. 3.

²⁵ *Bezenberger*, Erwerb eigener Aktien (2002), S. 68 (Rn. 83); *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 39; *Ebbinghaus*, Übernahmeunabhängiger Sell-out (2010), S. 27 (m.w.N.).

²⁶ *Reinisch*, Ausschluss von Aktionären (1992), S. 5 f.; *Schöpfer*, Ausschluss von Minderheitsaktionären (2007), S. 21.

ökonomischen, sozio-politischen und rechtlichen Faktoren, Einflüssen und Entwicklungen geprägt ist.²⁷ Insbesondere zeigt die Auseinandersetzung mit dem US-amerikanischen Recht, dass der *freezeout* nur vor dem Hintergrund der das US-amerikanische Gesellschaftsrecht prägenden Treuepflichten der gesellschaftsrechtlichen Akteure verstanden werden kann, die in ihrer jeweiligen Ausprägung wiederum maßgeblich durch das jeweilige zeitgenössische Schutzniveau geprägt ist, das den Minderheitsgesellschaftern vor ausufernder Mehrheitsmacht gewährt wird. Wer den *freezeout* verstehen möchte, muss deshalb bei den gesellschaftsrechtlichen Grundlagen ansetzen und neben dem allgemeinen verfassungsrechtlichen Schutz von Vermögensrechten auch die *common law*-Grundsätze, insbesondere das *equity*-Recht und die sich daraus ableitenden Rechtsbehelfe in ihren Wirkungsweisen verstehen. Da auch diese wiederum nur im Kontext ihrer rechtsgeschichtlichen Entwicklungen und im Verhältnis zu den anderen nach US-amerikanischem Gesellschaftsrecht zur Verfügung stehenden Rechtsbehelfen gegen Mehrheitsübergriffe zu verstehen sind, macht die Erörterung des *freezeout* eine grundlegende Aufarbeitung des Schutzes von Aktionärsrechten erforderlich. Erst nachdem der Schutz von Minderheitsrechten in seinen Grundlagen nachvollzogen wurde, kann der *freezeout* gewissermaßen als Anwendungsbeispiel der allgemeinen Prinzipien in seinen Entwicklungen und seiner gegenwärtigen Wirkungsweise verständlich untersucht und erläutert werden.

²⁷ Die vorliegende Arbeit wird es deshalb nicht leisten können, den oben angesprochenen diagonalen Rechtsvergleich (vgl. Fn. 22 (Einleitung, S. 6) sowie dazugehöriger Text) unter entsprechender Aufarbeitung und Analyse des deutschen Rechts vorzunehmen. Die den Aktionärsausschluss betreffenden Verhältnisse in den USA bedürfen einer eigenständigen fundierten Betrachtung, bevor der Schritt zur diagonalen Rechtsvergleichung gemacht werden kann. Gleichwohl wurde die Arbeit auch vor dem gedanklichen Hintergrund erstellt, möglicherweise in der Zukunft als Grundlage für einen solchen den Aktionärsausschluss betreffenden diagonalen Rechtsvergleich zu dienen. Ein solcher Rechtsvergleich würde ausgehend von den jeweils durchlaufenen Entwicklungsstadien etwaige parallele, verschobene oder autonome Entwicklungen identifizieren und darauf aufbauend unter Auswertung der Entwicklungen mögliche Regelungsvorschläge für den deutschen Gesetzgeber erörtern. Eine solche diagonale Rechtsvergleichung hat als Prämisse, dass die dem Rechtsvergleich unterliegenden Rechtsordnungen sich jeweils in einem speziellen Entwicklungsstadium befinden. Untersucht man die Entwicklungsdynamik und den relativen Standort einer dieser Rechtsordnungen, so können daraus Indizien dafür abgeleitet werden, welche bestimmten Elemente dieser Rechtsordnung zu welcher Zeit möglicherweise für den anderen Rechtskreis Bedeutung erlangen können (vgl. *Ehricke*, Staatliche Eingriffe in den Wettbewerb (1994), S. 204 f.; zu einer ähnlichen Vorgehensweise *Immenga*, in: FS Fischer (1979), S. 297 ff.; eine Phasenverschiebung beschreiben auch *Becker*, Verwaltungskontrolle durch Gesellschafterrechte (1997), S. 10 ff. und *Vogenaier*, Die Auslegung von Gesetzen (2001), S. 1284 ff.).

C. Untersuchungsgegenstand und -ansatz

Vor diesem Hintergrund wird diese Arbeit die folgende Forschungsfrage zum Gegenstand haben:

Wie werden die Rechte der Minderheitsgesellschafter im US-amerikanischen Recht vor Übergriffen des Mehrheitsgesellschafters im Rahmen von *freezeout*-Transaktionen geschützt?

Die Untersuchung wird sich damit allein dem US-amerikanischen Recht widmen. Gleichwohl soll das deutsche Recht als gedankliche Kontrastfläche dienen, vor deren Hintergrund der Minderheitenschutz im Allgemeinen und der *freezeout* im Besonderen zu betrachten sind. Aus diesem Grund werden zu den grundlegenden Erkenntnissen zum US-amerikanischen Recht in den Fußnoten vereinzelt Ausblicke in das deutsche Recht gegeben.

Gegenstand der Untersuchung ist folglich das den Ausschluss aus der Aktiengesellschaft²⁸ betreffende Gesellschafts- und Verfassungsrecht der Vereinigten Staaten sowie ergänzend das dortige Kapitalmarktrecht.²⁹

²⁸ Der deutschen Aktiengesellschaft entspricht im US-amerikanischen Recht die (*business*) *corporation*, bei der es sich um eine gewerblich tätige, vom Bestand ihrer Gesellschafter unabhängige juristische Person handelt, die unter eigenem Namen Rechte und Pflichten hält sowie klagen und verklagt werden kann. Das Gesellschaftskapital (*capital stock*) der *corporation* ist in Anteile (*shares*) aufgeteilt. Für Verpflichtungen der Gesellschaft haftet allein das Gesellschaftsvermögen; die Inhaber der Anteile trifft keine persönliche Haftung. Zu unterscheiden ist zwischen der *publicly held* (kurz: *public*) und der *closely held* (kurz: *close*) *corporation*. Während die *public corporation*, deren Anteile *over the counter* frei handelbar sind, von einer großen Zahl anonymer Aktionäre gehalten wird, verfügt die *close corporation*, für deren Anteile kein Markt existiert, nur über wenige Anteilseigner, die im Regelfall aktiv an der Unternehmensleitung mitwirken. Auf die Unterschiede zwischen *public corporation* und *close corporation* soll im Folgenden immer und nur dann eingegangen werden, wenn diese für den Minderheitenschutz und Aktionärsausschluss relevant werden; etwa wenn die enge persönliche Verbundenheit der Aktionäre in einer *close corporation* den Ausschluss eines das Gesellschaftsverhältnis nachhaltig störenden Aktionärs erforderlich macht (zu einer solchen Konstellation unten Kapitel 3 D II 1 (S. 229)). Allgemein zum U.S.-amerikanischen Aktienrecht *Becker*, Verwaltungskontrolle durch Gesellschafterrechte (1997), S. 90 ff.; *Bungert*, Gesellschaftsrecht in den USA (3. Aufl. 2003), S. 31 ff.; *Elsing/VanAlstine*, US-amerikanisches Handels- und Wirtschaftsrecht (2. Aufl. 1999), S. 232 ff.; v. *Falkenhausen*, Grenzen der Mehrheitsherrschaft (1967), S. 146 ff.; *Flechtheim*, ZaIP 1929, 101; *Merkt/Göthel*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht (2. Aufl. 2006), S. 153 ff.; *Paefgen*, AG 1992, 133; *Paefgen*, AG 1992, 169; *Pellens/Bonse*, in: FS Großfeld (1999), S. 851; *Vagts*, Gestaltungsfreiheit im amerikanischen Aktienrecht, in: *Lutter/Wiedemann* (Hrsg.), Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht (1998), S. 278; *Wiedemann*, Minderheitenschutz und Aktienhandel (1968); *Wiethölter*, Interessen und Organisation der AG (1961), S. 144 ff.

²⁹ Der Aktionärsausschluss nach US-amerikanischem Recht war bereits in einer Reihe deutschsprachiger Veröffentlichungen Gegenstand juristischer Untersuchungen. Wie hier

Die Erörterung der Forschungsfrage wird in erster Linie anhand der einschlägigen Rechtsprechung erfolgen. Anders als bei einer Analyse des deutschen Rechts kann sich die Untersuchung des US-amerikanischen Rechts nicht primär an den Regelungen des Gesetzgebers orientieren. Wenngleich das Gesellschaftsrecht stärker als andere Rechtsmaterien in den Vereinigten Staaten von kodifiziertem Recht geprägt ist,³⁰ werden aufgrund der abweichenden rechtstechnischen Genese die einschlägigen Gerichtsentscheidungen im Vordergrund stehen und durch Ausführungen zu den gesetzlichen Regelungen und der Befassung in der juristischen Literatur ergänzt. Im Rahmen der Analyse der Gerichtsentscheidungen wird der Fokus auf den konkreten Umständen des jeweiligen Falls, den beteiligten Parteien sowie der gerichtlichen Argumentation liegen.

Angesichts des Umstands, dass das Gesellschaftsrecht der Regelungshoheit der Einzelstaaten unterliegt und damit nicht das *eine* US-amerikanische Gesellschaftsrecht existiert,³¹ wird für die Zwecke dieser Untersuchung in erster Linie auf das Recht von Delaware abgestellt,³² das bekanntlich wegen der

widmet sich *Seiler*, „Freezeout“ von Minderheitsaktionären (1991) dem *freezeout* allein vor dem Hintergrund US-amerikanischen Rechts, wobei er von einer Betrachtung des Rechtszustands *de lege lata* ausgeht. *Weiss*, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären (2003), *Schöpfer*, Ausschluss von Minderheitsaktionären (2007) und *Königshausen*, Squeeze-out in den USA und Deutschland (2012) vergleichen den aktienrechtlichen Squeeze-out mit dem Aktionärsausschluss nach US-amerikanischem Recht unter Zugrundelegung des Status quo. *Schwichtenberg*, Going private und freezeouts (2003) und *Keinath*, Taking-Private-Optionen (2010) unterziehen den *going private* einer rechtsvergleichenden Untersuchung. *Schikowski*, Das appraisal right (2000) stellt das *appraisal right* und damit die Abfindung des ausgeschlossenen Aktionärs nach US-amerikanischem Recht dar. *Gefner*, Treuepflichten bei Mehrheitsumwandlungen von GmbH im Vergleich zum amerikanischen Recht (1993) untersucht den durch Verschmelzung herbeigeführten *freezeout* im Vergleich zur Mehrheitsumwandlung. v. *Falkenhausen*, Grenzen der Mehrheitsherrschaft (1967) und *Schleifenbaum*, Mehrheitsmacht und Schutz der Beteiligungen in den USA (1969) behandeln im Rahmen einer Betrachtung der Mehrheitsbefugnisse und deren Grenzen den Aktionärsausschluss nach US-amerikanischem Recht jeweils nur am Rande. Angesichts der existierenden Literatur besteht ein Bedürfnis für eine ganzheitliche Betrachtung der Entwicklung des Aktionärsausschlusses in den USA in Gestalt einer erschöpfenden dogmatischen und rechtshistorischen Untersuchung, die über die Darstellung des Rechtszustands *de lege lata* hinausgeht und eine Einordnung in den Gesamtkontext des verfassungsrechtlich und ein-fachgesetzlich geprägten Mehrheits-/Minderheitskonflikts vornimmt.

³⁰ Hierzu auch *Henn/Alexander*, Laws of corporations and other business enterprises (3rd ed. 1983), S. 613. Siehe ferner *Loosen*, Reformbedarf im Spruchverfahren (2013), S. 144.

³¹ *Merkt/Göthel*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht (2. Aufl. 2006), S. 153.

³² Neben Delaware sind für das US-amerikanische Gesellschaftsrecht die Bundesstaaten New York und Kalifornien und deren Gesellschaftsrechte von besonderer Bedeutung, a.a.O., S. 168 f. Aus rechtshistorischer Sicht ist ferner New Jersey von Interesse, das den von Delaware für sich entschiedenem inkorporationsrechtlichen *race of laxity* zum Ende des 19. Jahrhunderts eingeleitet hatte. Auf diese Jurisdiktionen wird immer dann ergänzend einzugehen

Sachregister

- Abfindung, *siehe appraisal right*
agency costs 157–158, 403
agency problem 137, 158–159, 162
Aktie
– Eigentum an der ~ 15–16, 32–33
– einziehbare ~ (*redeemable stock*) 217
– Einziehung von ~ 219
– kündbare ~ (*callable stock*) 217–218, 229
– Vorzugs~ (*preferred stock*) 51, 218, 229
Aktiengesellschaft, *siehe corporation*
Aktionär
– Begriff des Minderheits~ 123–124
– Einordnung der Stellung des ~ nach deutschem Recht 202–204
– Gleichbehandlung 233
– Rechtsnatur der Stellung als ~ 38–40, *siehe auch* Mitgliedschaft in der Aktiengesellschaft
– Stellung als Eigentümer 15–16
– verfassungsrechtlicher Schutz 35–70
Amendment, *siehe* Verfassungszusatz
appraisal remedy, *siehe appraisal right*
appraisal right 70, 91–120, 254–277, 286–287, 294–295, 296, 297, 318–335, 354–362, 386, 391, 393–394, 403–404, 457, 465–466
– Abfindungsrecht 92–95
– Anwendungsbereich 107–113
– Anwendungsvorrang (*exclusivity*) des ~ 191–192, 254–277, 332–334, 339–340, 354–361
– Defizite 116–120
– Funktion 92–107
– Quasi ~ 358–360
– Verfahren 113–116
– Verhältnis zu *equitable remedies* 188–209, 360–362
arm's length
– Bedingungen 150–151, 265–266, 325–326, 397–400, 401–402, 416–419, 431–432
– *principle* 100, 126, 144
– Verhandlungen 315, 327, 331, 348, 351–352, 353–354, 360–361, 440
Ausforschung, *siehe discovery*
Ausschlusstechniken
– mittelbare ~ 247–248
– unmittelbare ~ 248–250
Austrittsrecht, Aktionär 85
– *appraisal right* als ~ 89
– *cash exit at fair value*, 97–103, 263, 270, 286, 316
Auswahlentscheidung, Aktionär 93, 330, 412–413, 459–460, 466, *siehe auch* Selbstbestimmungsrecht
Barausgleich, *siehe cash merger*
Bestandsschutz 25, 33, 36, 198, 201–202, 207–209, 254, 264, 269, 309, 331, 459–460, 465–466
Beweiserhebung, *siehe discovery*
Beweislast 175–176, 275, 327–329, 344–346, 351–352, 361, 362–364, 372–373, 375–376, 395, 402, 418–419, 429–430, 442, 459–460
Bewertungsmethoden, betriebswirtschaftliche
– *Delaware block approach* 315, 322
– *discounted cash flow* 115–116, 322
– *going-concern* 115, 326
Bezugsrecht 51
Bill of Rights 20, 31
Billigkeitsrecht, *siehe equity-Recht*

- board of directors* 66–67, 91, 114, 121–122, 124–125, 128–132, 136–146, 150–151, 171–173, 236, 238, 245, 271, 303–304, 319–320, 322, 345, 349, 355, 356–357, 363, 378–379, 389–390, 403, 406–407, 410–411, 417–418
- *disinterested* ~ 401–402, 416, 418–419, 437, *siehe auch* Sonderkomitee, unabhängig
 - *enhanced duty, Unocal test* 143–144, 171–172
 - *interested* ~ 139, 141–142, *siehe auch self-dealing*
 - *separation of ownership and control* 136–139
 - Treuepflichten, *siehe* Treuepflichten
 - Übergriffe auf Minderheitsrechte durch das ~ 139–142
 - Verhältnis zu Aktionären 136–139
- Börsengang, *siehe going public*
 Börsenrückzug, *siehe going private*
business judgment rule 171, 172–184, 344–347, 351, 353–354, 361, 365–386, 392–456
- business purpose* 173, 176, 206–207, 290, 298, 299, 306–313
- *legitimate* ~ 296
 - *plausible* ~ 294
 - *test* 306–309, 309–313, 321, 323–324, 361
- businesses affected with a public interest* 49
- callabe stock*, *siehe* Aktie
cash exit, *siehe* Austrittsrecht
cash merger, *siehe* Verschmelzung
charter 36–37
class action 189, 368
- Erstattung von Anwaltshonoraren 370–371
 - monetäres Interesse der Prozessanwälte 369–372
 - mutwilliges Einleiten 367–376, 432, 443–444
 - vergleichsweise Beilegung 369
- Coase-Theorem*, *siehe* Effizienzmaxime
coercion, *siehe* Zwang
collective action problem 137–138, 142
- common law* 38–39, 121, *siehe auch equitable remedies*
 Connecticut 260
consolidation, *siehe* Verschmelzung
contract clause 18–23, 26, 35–37, 39, 45, 46, 49, 55, 76
controlling shareholder, *siehe* Mehrheitsgesellschafter
corporation
- *close* ~ 10, 295
 - *public* ~ 10, 295
- court-packing* 29
- de facto merger doctrine*, *siehe* Strukturmaßnahmen
 Delaware 235–239, 240–243, 260, 270
- Gesellschaftsrecht 11
 - Vorreiterrolle im US-Gesellschaftsrecht 12
- Delaware block approach*, *siehe* Bewertungsmethoden
 Depression, Große 28
directors, *siehe* board of directors
disclosure duties, *siehe* Offenlegungspflicht
discovery 176–177, 370–371, 375–376, 443–444, 446
disinterested shareholders, *siehe* Mehrheit der Minderheit
disinterested directors, *siehe* board of directors
dissolution, *siehe* Gesellschaftsauflösung
dual protection structure 414, 431, 434, 435, 438, 440, 449, 450, 456–459
- empirische Untersuchungen 450–456
- due process*
- *clause* 24–31, 33–35, 39, 45–46, 49, 55, 73, 223
 - Schutz der Vertragsfreiheit über ~ 25
 - Schutz von Vermögens- und Eigentumsrechte über ~ 25
 - *substantive* ~ 25–31
- duty of care*
- *board of directors* 139, 145
 - Mehrheitsgesellschafter 134–135

- duty of good faith, siehe duty of loyalty*
duty of loyalty
 – *board of directors* 139, 141, 145
 – Mehrheitsgesellschafter 135–136, 169
- Effizienz
 – Allokations~ 164, 391–392
 – der Kapitalmärkte 148, 164
 – maxime 152–156
 – ökonomische ~ als Kriterium zur
 Zordnung von Rechtspositio-
 nen 195–199, *siehe auch entitle-
 ment-Diskussion*
 – Steigerung der ~ 234
 – Vermeidung von In~ 392–402
- Eigentumsschutz, verfassungsrechtli-
 cher
 – Aktie 15
 – Deutschland 15, 241–243
 – Vereinigte Staaten 17–34
- Einstimmigkeitsprinzip 38–39, 72–91,
 211
 – Abkehr vom ~ 42, 74–89, 205, 212–
 215
 – Einschränkung 74
 – Kompensation für Verlust des ~ 92–
 95
- Eisenbahngesellschaften, *siehe public
 utility corporations*
- end-game-Problem, siehe final period*
- Enteignung
 – Deutschland 32
 – Vereinigte Staaten 20, *siehe auch
 takings clause*
- entire fairness* 171–172, 174–179,
 181–182, 206, 264, 267–270, 277,
 305–309, 313–318, 321–331, 335–
 354, 356–358, 360–365, 367–371,
 375–376, 379–386, 390–398, 401–
 400, 407–409, 412, 413–414, 416,
 418–421, 424, 429–430, 434, 437,
 440–442, 450, 452–453, 456–461,
 463–465
 – ausschließlicher Prüfungsmaß-
 stab 386–389
 – Beweislast 175–176, 275, 327–329,
 344–346, 351–352, 361, 362–364,
 372–373, 375–376, 395, 402, 418,
 430, 442, 459
 – *fair dealing* 321–322, 327–331,
 332–333, 338–339, 342, 343–353,
 356–357, 382, 440
 – *fair price/fair value* 175–176, 263,
 314–316, 325–327, 332, 342, 362,
 376, 382, 388, 440–441, 443–444,
 449, 464
 – Verhältnis von *fair price* zu *fair
 dealing* 353, 440–441
*entire fairness test, siehe entire fairness
 entitlement-Diskussion* 193–208
 – Eigentumsrechte 198–199
 – Einordnung von Aktionärsrech-
 ten 201–208
 – ökonomische Effizienz 195–198
- Entscheidungsfreiheit, Aktionär, *siehe
 Selbstbestimmungsrecht*
- Entschuldungsprogramm 19–20
- equal dignity approach, siehe Struktur-
 maßnahmen*
- equitable remedies* 14, 70, 120–209,
 251–253, 254, 257–258, 262, 264,
 265, 268–270, 277, 291, 303, 307,
 309, 312, 316–318, 321, 323–324,
 333–334, 339–343, 356, 360–364,
 456, 459–460, 463, 465–466
 – Anwendungsbereich 122–146, 303–
 318
 – Funktionsweise 121–122
 – Inhalt 184–186
 – Verhältnis zum *appraisal right* 188–
 209, 360–362
- equity-Recht, siehe equitable remedies*
- Ertragswertverfahren, *siehe going con-
 cern*
- fair dealing, siehe entire fairness*
fair price, siehe entire fairness
fair value, siehe entire fairness
- fares Gerichtsverfahren, *siehe due pro-
 cess*
- fairness, siehe entire fairness*
- fiduciary duties, siehe Treuepflichten*
- final-period-Transaktionen* 167–170,
 224, 270, 307
- Finanzmarktstabilisierungsbeschleuni-
 gungsgesetz 6

- forced seller rule* 288
fraud, siehe Täuschung
free-riding 138, 148–149, 160–161
freezeout merger, siehe Verschmelzung
- Gefangenendilemma 410, 412, 436, 457, 461
 Genese, rechtstechnische 10
 Gesellschaftsauflösung 213–214, 218, 232
 Gesellschaftsvermögen
 – Übertragung des gesamten ~ 79–81, 232
 – Veräußerung des gesamten ~ (*sale of assets*) 218, 219–221
 Gesetzgeber
 – Wille des ~ 239
 Gleichbehandlungsgrundsatz 233
going private 100, 157, 163, 278–302, 308–309, 310, 365–367, 376, 395
 – Begriff 278–279
 – Gründe für ~ 279–282, 365–367
 – Kritik 282–285
 – Reglementierung durch Kapitalmarktrecht 285–302
going public 280–281, 284, 365
going-concern, siehe Bewertungsmethoden
- hold-out-Problem* 197
- Industrialisierung 24, 87
 Informationsgefälle, Ausgleich 413
initial public offering, siehe going public
injunction, siehe Unterlassungsklage
 Inkorporation
 – durch allgemeine ~sgesetze 87–88
 – durch Sondergesetz 87
insider system 161–163
 Interessenkonflikt, *siehe self-dealing*
- Kaldor/Hick-Kriterium, siehe* Effizienzmaxime
 Kalifornien 220–221, 256–260
 Kapitalanlage 7
 Kapitalmarktrecht 279–280, 286–302
 Klageabweisungsantrag, *siehe motion to dismiss*
- Laissez-faire, Philosophie des 24
 – Abkehr von ~ 28–29
liability rules 195, 224, 364, 459, *siehe auch* entitlement-Diskussion
liberty of contract, siehe Vertragsfreiheit
 Lochner
 – Ära 22, 26, 28–31, 226
 – Gerichtsentcheidung 25, 27–28
long-form merger, siehe Verschmelzung
- majority of the minority (MoM), siehe* Mehrheit der Minderheit
management buyout 140
market for lemons 163
market-out exception 101–102
 Markt
 – effizienter ~ 148
 – versagen 148–149
 Massachusetts-Regel 43–44, 47–51, 57
 Mehrheit der Minderheit
 – Zusammenspiel mit unabhängigem Sonderkomitee, *siehe dual protection structure*
 – Zustimmung der ~ 151, 328–329, 331, 344–346, 386, 409, 412–413, 416–421, 424, 431–433, 435–436, 444–445, 457–461
 Mehrheitsentscheid 72, 82–83, 96, 205–206
 Mehrheitsgesellschafter
 – Begriff des *controlling shareholder* 123–124, 350
 – Pflichtenmaßstab 127–132
 – Rechtsstellung des ~ 364–365
 – Treuepflichten, *siehe* Treuepflichten
 – Übergriffe auf Minderheitsrechte durch den ~ 124–126, 306–307
 Mehrheitsmacht, Schutz vor 91
 Mehrheitsprinzip, *siehe* Mehrheitsentscheid
merger, siehe Verschmelzung
 Michigan 256, 260
 Minderheitsgesellschafter, *siehe auch* Aktionär
 – Rechtsstellung 305, 362–364, 463–465

- Mitgliedschaft in der Aktiengesellschaft 38–40
- Verfassungsrechtlicher Schutz der ~ 40–69
- Mitgliedschaftsrechte, Aktionär 92
- Mitverwaltungsrechte, *siehe* Verwaltungsrechte
- Model Business Corporation Act 235
- monitoring theory* 103–107, 264
- motion to dismiss* 176–177, 370, 375, 444, 446–450
- Mutwilliges Prozessieren, *siehe class action*
- Nachbezugsrecht 51
- New Deal 26, 29
- New Jersey 87
- Aufgabe der ~ Regel 56–57
 - Regel 44, 46–47, 54–57
- New York 224–228, 260–262, 270, 276–277
- Offenlegungspflicht 301, 322, 357, 359, 380, 384, 417
- Öffentliche Daseinsvorsorge, Unternehmen der, *siehe public utility corporations*
- Ökonomische Theorie des Rechts 152–164
- one-step freezeout* 243, *siehe auch freezeout merger*
- outsider system* 158–161, 162–163
- ownership-claims* 165–167, 307
- Pareto-Prinzip*, *siehe* Effizienzmaxime
- Pennsylvania 260
- personal property*, *siehe* Aktie, Eigentum an der
- pleadings stage* 375–376, 446–450
- pliability rules* 205–208, *siehe auch entitlement-Diskussion*
- poison pill* 143, 385, 390, 398, 413, 425
- police power* 17–18, 21, 22, 26–28, 29–30
- power to say no*, *siehe* Selbstbestimmungsrecht
- preferred stock*, *siehe* Aktie
- prisoner's dilemma*, *siehe* Gefangenendilemma
- private corporations* 75, 77, 78–89, 234, 262, 278
- property rules* 194–195, 254, 268–269, 307, 364, *siehe auch entitlement-Diskussion*
- public contract* 20, 36
- public utility corporations* 75–78, 222–234 *siehe auch business affected with a public interest*
- Publikumsgesellschaft 8
- punitive damages* 31
- race to the courthouse* 373–374, 396, *siehe auch class action*
- Rationale Apathie 158, 203
- Rechtsrealismus 29
- Rechtsstaatlichkeit, *siehe due process*
- Rechtsvergleich
- diagonalen 7
 - historischer 7
- redeemable stock*, *siehe* Aktie
- Rekapitalisierungspläne 57–58, *siehe auch* Wirtschaftskrise
- Republikanismus 19
- rescission*, *siehe* Unwirksamkeitsklage
- rescissory damages* 316–317, *siehe auch* Schadensersatzanspruch
- reserved power* 37–38, 41, 227, *siehe auch* Vorausverzicht
- reverse stock split* 246–247
- Revlon duties* 143–144, 171–172, 390, 399–400, *siehe auch* Treuepflicht, *board of directors*
- Richterrecht, *siehe equitable remedies*
- Risikokapital 57
- safe harbor doctrine*, *siehe* *business judgment rule*
- sale of assets*, *siehe* Gesellschaftsvermögen
- *freezeout* 246–247
- Sammelklage, *siehe class action*
- Sarbanes-Oxley Act 367
- Schadensersatzanspruch 185–186, 190
- Schlüssiger Klageantrag, *siehe pleadings stage*
- Securities Exchange Commission 282

- securities laws*, siehe Kapitalmarktrecht
- Selbstbestimmungsrecht, Aktionär 92–94, 383–384, 404–406, 409–413, 417, 436–437, siehe auch Stimmrecht
- fehlendes ~, siehe Zwangswirkung
- self-dealing* 100, 119–120, 124–126, 131, 133, 135, 139, 145, 147–150, 179, 182–183, 186–187, 238, 268, 273, 275, 309, 313, 323, 325–326, 331–333, 346, 350–351, 356, 361–362, 363, 391, 399–400, 410–411, 435, 440, 461
- Eindämmung von ~ Gefahren 149–151, 331
 - fehlender Interessenkonflikt 401–402, 416–417, siehe auch *arm's length*
 - Reglementierung von ~ Transaktionen durch den Markt 147–149
- shareholder welfare* 105–106
- short-form merger*, siehe Verschmelzung
- Sonderkomitee
- Rolle bei *tender offer* 377–378
 - Rolle bei Vergleichsschlüssen 371–372, 374–375
 - unabhängiges ~ 150–151, 327–328, 331, 346–352, 387, 412–413, 417–421, 425
 - Zusammenspiel unabhängiges ~ mit Zustimmung der Mehrheit der Minderheit, siehe *dual protection structure*
- special committee*, siehe Sonderkomitee
- Squeeze-out*
- aktienrechtlicher 5–6
 - übernahmerechtlicher 6
 - verschmelzungsrechtlicher 7
- statutory remedy*, 89 siehe auch *appraisal right*
- Stimmrecht 51, 55, 92, 123–124, 130, 133, 140, 145, 409
- stock-for-stock merger*, siehe Verschmelzung
- Strukturmaßnahmen 88, 108–109, siehe auch Verschmelzung
- *de facto merger doctrine* 109–111, 388
 - *equal dignity approach* 111–113, 388
- Substanz, Aktionärsrechte
- Übergriffe auf die ~ durch *board of directors* 140–142
- summary judgment* 177–178, 432
- takings clause* 20, 31–33
- Täuschung 86, 255, 263
- tender offer* 243, 376–377, 389–390
- tender offer-freezeout* 243–245, 365, 376–386, 386–389, 390–392, 401–406–412, 414, 416, 419–421, 423–424, 433–439, 442, 451–455, 456–459, 461, 464
- Abgrenzung vom *freezeout merger* 378–379, 451–454
 - einheitlicher Prüfungsmaßstab mit *freezeout merger*, siehe *unified standard*
 - *entire fairness* 379–386
 - Funktionsweise 376–378
 - gemäß § 251(h) DGCL 244–246
 - mit *long-form merger* 244
 - mit *short-form merger* 244
 - Prüfungsmaßstab 379–450
- threefold contract* 35–40, 79, 260
- Transaktionskosten 153, 196–197
- Treuepflichten 8, 70, 120–122, 127–134, 138–139, 142–144, 170–173, 175, 179–180, 184, 186–187, 206, 210, 214–215, 251, 267, 271, 275, 277, 280, 286, 294, 296–297, 299, 301–302, 304–306, 317, 321–322, 333–334, 337–338, 350, 353, 355, 360, 368–369, 373–375, 382–384, 386, 399, 411, 428, 439, 449–450
- des *board of directors* 138–139, 143–144, 385–386
 - des Mehrheitsgesellschafters 127–136
 - Kapitalmarktrecht 280
 - Verletzung 171–175
- Treuhänder 121, 127–128, siehe auch Treuepflichten
- two-step freezeout* 244, siehe auch *tender offer-freezeout*
- Übernahmeangebot, siehe *tender offer*

- Unabhängigkeitskrieg 19
unified standard 426, 434–435, 437–439, 442, 456, 458, 460
Unocal test, *siehe board of directors, enhanced duty*
 Unterlassungsklage 184
 Unwirksamkeitsklage 185
- value-creating transaction*, *siehe*
 Wertschöpfung
- Verfassungszusatz
 – V. 20, 31
 – XIV. 24
- Vergleich, *siehe class action*
- Verhandlungslösung 461–462, *siehe auch* Selbstbestimmungsrecht
- Vermögensrechte, Aktionär 92, *siehe auch* Vermögensschutz
- Vermögensschutz, Aktionär 93, 97–107, 464–465
 – ex ante ~ 105–106, *siehe auch shareholder welfare*
 – ex post ~ 104–105
- Verschmelzung
 – Abgrenzung *long-form merger* vom *short-form merger* 237–239
 – Abgrenzung *freezeout merger* vom *tender offer-freezeout* 378–379, 452–454
 – *cash merger* 99–100, 215–222, 235, 239, *siehe auch freezeout merger*
 – einheitlicher Prüfungsmaßstab für *freezeout merger* und *tender offer-freezeout*, *siehe unified standard*
 – *freezeout merger* 95, 100–102, 104, 107, 141, 150, 175, 211, 234–243, 243–246, 247, 251, 270, 272, 275–277, 279, 282, 286, 288–289, 296, 297, 301, 305, 307, 311, 314–315, 324–326, 335–336, 339, 346, 348–349–352, 367–369, 371, 372–373, 375–376, 378–380, 383, 386–466
 – *long-form merger* 234–238, 241, 243–246, 273–275, 289, 293, 305–307, 336–354, 356–359, 362, 364, 367, 379–380, 383, 387, 391 405, *siehe auch freezeout merger*
 – *merger-Gesetze* 97, 99
 – Prüfungsmaßstab, *freezeout merger* 254–365, 386–456
 – *short-form merger* 66–67, 91, 114, 224–229, 234–236, 238, 240–241, 243–244, 245–246, 262, 270, 271, 274–275, 289, 298–299, 354–362, 376–377, 379–386, 391, 403, 406, 409–410, 412, 422, 436, 452, 457, 463, 465, *siehe auch freezeout merger*
 – *stock-for-stock merger* 215–216, 217, 220, 271
 – zur Neugründung (*consolidation*) 224–225
- Versorgungsgesellschaften, *siehe public utility corporations*
- Vertragsfreiheit 25, 30
- Vertragsschutzklausel, *siehe contract clause*
- Vertragstheorie, *siehe threefold contract*
- Vertrauensschutz 26, 36, 45
- Verwaltungsrechte, Aktionär 92–93, 103, 238, *siehe auch* Auswahlscheidung
- vested rights doctrine* 13, 20–21, 25, 47–54, 54–61, 61–68, 75, 94, 165, 214, 216, 219, 222–223, 225–226, 228, 233, 234, 239–240, 260, 284–285, 308, 335, 465
 – Auswirkungen des *cash merger* auf ~ 216–222
 – Umgehung der ~ 61–63
 – Verhältnis zum Einstimmigkeitsprinzip 211–215
- Vetorecht 71, 91–96, 194, 395–396, 401, 403, 428, *siehe auch* Einstimmigkeitsprinzip
- Vorabverzicht, *siehe* Vorausverzicht
- Vorausverzicht 21, 35, 38–54, 61–62, 69, 82, 94, 260
- Wagniskapital 365
- Wahlfreiheit, Aktionär, *siehe* Selbstbestimmungsrecht
- Wegfall der Vertragsgrundlage 79, 83
- Wertschöpfung, *siehe* Effizienz
- Willkürkontrolle 28
- Wirtschaftskrise 19, 57–58

Wisconsin 260

Wohlerworbene Rechte, *siehe vested rights*

Wohlfahrtsökonomie 153, 393–395

Zwangseinziehung, *siehe* Aktie

Zwangsfreiheit, *siehe* Selbstbestimmungsrecht

Zwangswirkung, Minderheitsaktionär 244, 384–385, 390, 404–405, 408–414, 429, 431, 434–438, 441, 457–458, 461