

## Kapitel 1 – Überblick über die Gestaltung der Transaktion

Die Fusion durch NewCo-Übernahme ist eine Methode für den Zusammenschluss börsennotierter<sup>33</sup> Gesellschaften, die bislang nur bei grenzüberschreitenden Fusionen zum Einsatz gekommen ist.<sup>34</sup> Das Ziel der Transaktion besteht darin, dass eine neugegründete Holdinggesellschaft (NewCo) sämtliche Anteile an den beiden Fusionspartnern erwirbt und deren bisherige Aktionäre stattdessen an der NewCo beteiligt werden. Zu diesem Zweck gibt die NewCo für die Aktien des deutschen Fusionspartners ein Übernahmetauschangebot nach den Vorschriften des WpÜG ab. Für den Tausch der Anteile des ausländischen Fusionspartners wird das Verfahren gewählt, das nach den Vorschriften der für ihn maßgeblichen Rechtsordnung dafür am besten geeignet erscheint.

### *A. Holdingmodell als Zielstruktur*

Die Fusion durch NewCo-Übernahme ist darauf gerichtet, die Fusionspartner unter dem Dach einer gemeinsamen Holdinggesellschaft zusammenzufassen und deren Aktionariate darin zu vereinigen. Typischerweise soll die NewCo den aus der Transaktion hervorgegangenen Konzern als reine Managementholding leiten,<sup>35</sup> deren Funktion allein darin besteht, die Konzernstrategie festzulegen und deren Umsetzung zu überwachen, während sie alle operativen Tätigkeiten ihren Tochterunternehmen überlässt.<sup>36</sup>

---

33 Die Anteile des deutschen Fusionspartners müssen zum Handel an einem organisierten Markt im Sinne des § 2 Abs. 7 WpÜG zugelassen sein, sonst ist der Anwendungsbereich des WpÜG nicht eröffnet (§ 1 Abs. 1 WpÜG). Es ist zwar vorstellbar, ein ähnliches Zusammenschlussmodell auch für Fusionen im Freiverkehr zur Anwendung zu bringen. Für derartige Fälle fehlt jedoch bislang das Anschauungsmaterial, so dass unklar ist, wie ein solcher Fall im Einzelnen praktisch gestaltet werden würde. Zusammenschlüsse im Freiverkehr sind deshalb nicht Gegenstand dieser Abhandlung.

34 Die Zusammenschlussmethode lässt sich jedoch auch auf rein nationale Sachverhalte übertragen. In diesem Fall gelten die folgenden Ausführungen zum deutschen Fusionspartner für beide Fusionspartner.

35 Vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair S. 30.

36 Lutter, in: Lutter/Bayer, Holding-Handbuch, Rn. 1.16; Thommen et al., Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 466.

## I. Allgemeine Vorteile der Management-Holding-Struktur

Die Managementholding ist von sogenannten „Stammhaus“-Konstruktionen zu unterscheiden, in denen die Gesellschaft an der Spitze eines Konzerns – das „Stammhaus“ – nicht nur die Aktivitäten der Tochterunternehmen steuert, sondern selbst ein eigenes Unternehmen – das Stammunternehmen – betreibt.<sup>37</sup> Die Kombination dieser unterschiedlichen Funktionen kann das Führungspersonal allerdings in Interessenkonflikte führen, die der optimalen Erfüllung der Konzernleitungsaufgabe entgegenstehen. Diese erfordert die unvoreingenommene Bewertung der Tätigkeiten aller Konzernunternehmen, für die es im Fall des Stammunternehmens an der erforderlichen Distanz fehlt.<sup>38</sup> Dadurch können strategische Fehlentscheidungen zugunsten des Hauptunternehmens und zulasten der Tochtergesellschaften begünstigt werden.<sup>39</sup>

In einer Managementholding-Konstruktion sind solche Interessenkonflikte wegen der Trennung von Konzernleitung und operativem Geschäft ausgeschlossen.<sup>40</sup> Außerdem können in ihr die betriebswirtschaftlichen Vorteile dezentralen Wirtschaftens in vollem Umfang zur Geltung kommen.<sup>41</sup> Dazu gehören insbesondere die größere Marktnähe der einzelnen Tochtergesellschaften sowie ein gesteigertes Verantwortungsgefühl und eine erhöhte Motivation ihrer Führungskräfte.<sup>42</sup>

Daneben kann das Managementholding-Modell auch mit rechtlichen Vorteilen verbunden sein. Soweit Tochtergesellschaften nach dem Gegenstand ihrer Geschäftstätigkeit besonderen aufsichtsrechtlichen Regelungen unterliegen, gelten die sich daraus ergebenden Beschränkungen nicht automatisch auch für die Holdinggesellschaft.<sup>43</sup> Anders verhält es sich nur dann, wenn das jeweilige Gesetz auch für die Holdinggesellschaft entspre-

---

37 Lutter, in: Lutter/Bayer, Holding-Handbuch, Rn. 1.15; Scheffler, Konzernmanagement, S. 98.

38 Vgl. Scheffler, Konzernmanagement, S. 106 ff.; Thommen et al., Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 523 ff.

39 In diesem Sinne Scheffler, in: Lutter/Bayer, Holding-Handbuch, Rn. 2.55; Scheffler, Konzernmanagement, S. 21f.

40 Scheffler, in: Lutter/Bayer, Holding-Handbuch, Rn. 2.5.6.

41 Scheffler, in: Lutter/Bayer, Holding-Handbuch, Rn. 2.57; Thommen et al., Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 466.

42 Vgl. Jacobs/Endres/Spengel, in: Jacobs, Internationale Unternehmensbesteuerung, S. 994; Scheffler, in: Lutter/Bayer, Holding-Handbuch, Rn. 2.58.

43 Vgl. Scheffler, in: Lutter/Bayer, Holding-Handbuch, Rn. 2.56, ders., Konzernmanagement, S. 22.

chende Regelungen trifft.<sup>44</sup> Außerdem kann die Managementholding im steuergünstigen Ausland angesiedelt und so als Element internationaler Steuerplanung eingesetzt werden.<sup>45</sup>

Aus diesen Gründen erfreut sich das Managementholding-Modell wachsender Beliebtheit bei großen deutschen Unternehmen,<sup>46</sup> während das Stammhausmodell auf dem Rückzug ist.<sup>47</sup>

## II. Besondere Vorteile bei der Fusion durch NewCo-Übernahme

Bei der Fusion durch NewCo-Übernahme besteht ein weiterer Vorteil der Managementholding-Konstruktion darin, dass sie bei der für den Erfolg des Zusammenschlusses unabdingbaren Integration der Fusionspartner<sup>48</sup> ein schrittweises Vorgehen ermöglicht und es erlaubt, deren Unternehmen zunächst noch weitgehende Eigenständigkeit zu belassen. Insbesondere beim Aufeinandertreffen sehr unterschiedlicher Unternehmenskulturen<sup>49</sup> kann dies von großem Vorteil sein.<sup>50</sup>

---

44 Vgl. exemplarisch das Versicherungsaufsichtsrecht, welches sowohl für Versicherungsunternehmen selbst aufsichtsrechtliche Beschränkungen enthält (z.B. § 8 VAG – Erlaubnispflicht) als auch für deren übergeordnete Holding-Gesellschaften (z.B. § 25 Abs. 3 VAG – Vergütung der Geschäftsleiter).

45 Vgl. *Jacobs/Endres/Spengel*, in: *Jacobs, Internationale Unternehmensbesteuerung*, S. 991 ff. m.w.N., die jedoch auch darauf hinweisen, dass Holdinggesellschaften auf tieferen Konzernebenen für die internationale Steuerplanung von größerer Bedeutung sind.

46 Vgl. dazu *Lutter*, in: *Lutter/Bayer, Holding-Handbuch*, Rn. 1.1 und 1.16, der als Beispiele unter anderem die Deutsche Bank AG, die Bayer AG, die E.ON SE und die Deutsche Bahn AG nennt; *Scheffler*, in: *Lutter/Bayer, Holding-Handbuch*, Rn. 2.76.

47 *Mentz*, in: *Hasselbach/Nawroth/Rödding, Beck'sches Holding Handbuch* Rn. A 28; *Theisen*, *Der Konzern*, S. 169.

48 *Keller*, in: *Lutter/Bayer, Holding-Handbuch*, Rn. 4.59; *Scheffler*, *Konzernmanagement*, S. 202.

49 *Austmann*, *ZGR* 2009, 277, 278 ff.; *Köhler*, *Fusionen ohne Früchte*, *Handelsblatt* Nr. 144 vom 28.7.2008, S. 27; *Seibt/Wollenschläger*, *DB* 2009, 1579; *Zwirner/Boecker*, *BB* 2013, 2735. Im Fall des Zusammenschlusses von Daimler-Benz und Chrysler wurden unüberbrückbare Unterschiede der Unternehmenskulturen dafür verantwortlich gemacht, dass die Integration der Unternehmen scheiterte und die Fusion rückgängig gemacht werden musste (*Zwirner/Boecker*, *BB* 2013, 2735; ferner: *Büschemann*, *Pleite nach Lehrbuch*, *SZ* [online] vom 7.5.2013, abrufbar unter: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/gescheiterte-fusion-von-daimler-und-chrysler-pleite-nach-lehrbuch-1.1666592>; *Reppesgaard*, Eine „Rundmail an alle“ reicht nicht, *Handelsblatt* Nr. 44 vom 2.3.2007, S. k06; *Eberle*, *Transatlantische*

Sollte sich dennoch herausstellen, dass die Zusammenführung der Unternehmenskulturen nicht gelingt, kann der Zusammenschluss – solange die Fusionspartner noch als gesellschaftsrechtlich getrennte und im Wesentlichen unabhängige Unternehmen geführt werden – durch den Börsengang eines der Beteiligten wieder aufgelöst werden.

## B. Überblick über den rechtstechnischen Ablauf der Transaktion

### I. Errichtung der NewCo

Die NewCo wird zu Beginn der Transaktion als börsenfähige Kapitalgesellschaft gegründet. Bis zum Beginn des Zusammenschlusses entfaltet sie keine Geschäftstätigkeit, die über den für ihre Gründung erforderlichen Umfang hinausgeht.<sup>51</sup> In den bisherigen Fällen wurde für die NewCo entweder die Rechtsform der *public limited company (plc)* des Rechts von England und Wales<sup>52</sup> oder Irland<sup>53</sup> oder der *naamloze vennootschap (N.V.)* des Rechts der Niederlande<sup>54</sup> gewählt. Durch die Errichtung einer neuen Gesellschaft als Konzernspitze wird vermieden, dass einer der Fusionspartner durch den anderen übernommen wird.<sup>55</sup>

---

Fusionen: Integration von US-Firmen bereitet Probleme, Handelsblatt Nr. 66 vom 3.4.2007, S. 18; *Berni*, Daimler und der Ikarus, Handelsblatt Nr. 33 vom 15.2.2007, S. 1; *Landgraf/Schäfer*, „Szenarien in der Schublade“, Handelsblatt Nr. 180 vom 16.9.2016, S. 51). Auch im Vorfeld des Zusammenschlusses von Linde und Praxair wurde mit Blick auf den Fall Daimler-Benz/Chrysler vor den Schwierigkeiten bei der Zusammenführung der unterschiedlichen Unternehmenskulturen gewarnt (vgl. z.B. *Fröndhoff*, Die Mär von der Ebenbürtigkeit, Handelsblatt Nr. 177 vom 13. 9.2016, S. 5; *Höpner*, Last Order für Linde, Handelsblatt Nr. 159 vom 18. 8.2016, S. 26; *ders.*, Wolfgang Reitzle ist fast am Ziel, Handelsblatt Nr. 228 vom 27.11.2017, S. 22). Bei Linde geht man demgegenüber davon aus, dass die Fusion mit Praxair nicht mit der Fusion von Daimler-Benz und Chrysler vergleichbar ist (vgl. den Bericht von *Höpner/Jahn*, Reitzle setzt sich durch, Handelsblatt Nr. 106 vom 2.6.2017, S. 20).

50 Vgl. *Scheffler*, Konzernmanagement, S. 202 f.

51 Vgl. z.B. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, S. 29.

52 Im Fall Deutsche Börse/LSE, vgl. die Angebotsunterlage Deutsche Börse/LSE, S. 22.

53 Im Fall Linde/Praxair, vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, S. 29.

54 Im Fall Deutsche Börse/NYSE, vgl. die Angebotsunterlage Deutsche Börse/NYSE, S. 22.

55 *Decher*, FS Wiedemann, S. 787, 792: „Das NewCo-Modell unterstreicht den Charakter einer fehlenden Übernahme“ (Hervorhebung im Original).

Bei der Wahl von Sitzland und Rechtsform der NewCo spielen zum einen die davon abhängigen rechtlichen Rahmenbedingungen – insbesondere das auf die Gesellschaft anwendbare Gesellschafts- und Steuerrecht – eine Rolle. Zum anderen stellt die Wahl des Sitzlandes auch einen „weichen“ Faktor dar, der zum Erfolg der Transaktion beitragen kann. Die Fusionspartner können durch die Wahl eines neutralen Sitzlandes, also eines solchen, in dem keiner von ihnen ansässig ist, den Charakter des Vorgangs als Zusammenschluss gleichberechtigter Partner unterstreichen und dem Eindruck einer verkappten Übernahme des einen durch den anderen entgegenwirken.<sup>56</sup>

An der Gründung der NewCo wirken die Fusionspartner nicht unmittelbar, sondern unter Einschaltung Dritter mit. Die Gründung erfolgt entweder durch eine zu diesem Zweck errichtete Stiftung (niederländischen Rechts), deren Verwaltungsorgan paritätisch mit Mitgliedern der Leitungsorgane der Fusionspartner besetzt wird,<sup>57</sup> oder durch von Rechtsberatern der beiden Fusionspartner gegründete und kontrollierte Zweckgesellschaften.<sup>58</sup> Die Stiftung bzw. die Zweckgesellschaften dürfen ihre Gesellschafterrechte in der NewCo nur in einer Weise ausüben, die der Durchführung des Zusammenschlusses dienlich ist.<sup>59</sup> Mit dem Vollzug der Transaktion scheiden sie aus der NewCo aus.<sup>60</sup>

Durch die Einschaltung Dritter als Gründungsgesellschafter wird vermieden, dass bereits vor Abschluss der Transaktion ein gesellschaftsrechtliches Band zwischen den Fusionspartnern und der NewCo entsteht. Für den deutschen Fusionspartner kann dies im Hinblick auf das sich aus den

---

56 Ähnlich auch *Reichert*, in: MünchHdbGesR, Bd. 6, § 61 Rn. 43; derartige Sorgen bestanden zum Beispiel im Fall Linde/Praxair, vgl. etwa *Jahn/Fröndhoff/Höpner*, Alles auf Anfang, Handelsblatt, Nr. 177 v. 13.9.2016, S. 4: „Die Amerikaner wollten eine Übernahme ohne Übernahmeprämie“.

57 So in den Fällen Deutsche Börse/NYSE und Deutsche Börse/LSE, vgl. die Angebotsunterlagen Deutsche Börse/NYSE und Deutsche Börse/LSE, jeweils S. 31.

58 So im Fall Linde/Praxair, vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, S. 43 f.

59 Vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, S. 43. In den Fällen, in denen eine Stiftung zum Einsatz kam, wurde dies nicht gesondert in der Angebotsunterlage ausgeführt. Da das Verwaltungsorgan der Stiftung paritätisch mit Mitgliedern der Leitungsorgane der Fusionspartner besetzt ist und die Stiftung keine Gesellschafter hat, die Abweichendes veranlassen könnten, gilt dies aber auch für die Stiftungskonstruktion.

60 Die Anteile der Zweckgesellschaften werden zuerst in *deferred shares* umgewandelt, die weder stimm- noch dividendenberechtigt sind, und danach eingezogen, vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair S. 32 und 131; ähnlich wird auch mit den Anteilen der Stiftung verfahren, vgl. die Angebotsunterlage Deutsche Börse/LSE, Anhang 3, S. 192; Angebotsunterlage Deutsche Börse/NYSE, S. 32.

§§ 71, 71 d Satz 2 AktG ergebende Verbot des mittelbaren Rückerwerbs eigener Aktien von Bedeutung sein.<sup>61</sup>

Das Leitungsorgan der NewCo wird paritätisch mit Vertretern der beiden Fusionspartner besetzt.<sup>62</sup> Damit kann die Entscheidung darüber, ob und zu welchen Bedingungen die NewCo ein Übernahmeangebot für die Aktien des deutschen Fusionspartners abgibt, nur mit dessen Zustimmung getroffen werden. Dies unterscheidet die Fusion durch NewCo-Übernahme von anderen Übernahmefällen, bei denen der Vorstand der Zielgesellschaft zwar mit dem Bieter über die Konditionen des Angebots verhandeln, die Abgabe dieses Angebots aber nicht verhindern kann.

## II. Einbringung der Anteile der Fusionspartner in die NewCo

### 1. Deutscher Fusionspartner: Übernahmehaushaltsangebot gemäß §§ 29 ff. WpÜG und Konzernintegration

Für den Erwerb der Aktien des deutschen Fusionspartners wird das Übernahmerecht eingesetzt. Die NewCo gibt ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot i.S.v. §§ 29 ff. WpÜG für alle Aktien der deutschen AG ab. Als Gegenleistung bietet sie keine Barzahlung, sondern die erst noch zu schaffenden und daher noch nicht börsennotierten eigenen Aktien an.<sup>63</sup> Nehmen alle Aktionäre der deutschen AG dieses Angebot an, ist das angestrebte Ziel erreicht: die bisherigen Aktionäre der AG sind zu Aktionären der NewCo geworden und alle Aktien der deutschen AG werden von der NewCo gehalten.

#### a) Mindestannahmeschwelle

Da nicht damit gerechnet werden kann, dass alle Aktionäre das Übernahmeangebot annehmen, ist dieses mit einer Mindestannahmeschwelle von typischerweise 75% der Aktien versehen. Es wird also nur dann vollzogen,

---

61 Siehe hierzu unten S. 46 ff.

62 Vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, S. 35.

63 § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG verlangt zwar, dass die als Gegenleistung angebotenen Aktien börsennotiert und liquide sind. Diese Voraussetzungen müssen aber erst mit Vollzug des Übernahmeangebots erfüllt sein, vgl. etwa Krause, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 31 Rn. 47 ff.

wenn mindestens 75% der Aktien des deutschen Fusionspartners in das Übernahmeangebot eingeliefert werden.<sup>64</sup> Diese Schwelle wird gewählt, um sicherzustellen, dass nach dem Vollzug der Transaktion Unternehmensverträge zwischen der NewCo und dem deutschen Fusionspartner geschlossen werden können, ohne deren Zustandekommen der mit der Transaktion bezweckte Erfolg nicht erreicht werden kann.<sup>65</sup>

Zeichnet sich kurz vor Ablauf der Angebotsfrist ab, dass die Umtauschquote von 75% nicht erreicht werden wird, kann die Mindestannahmeschwelle nach § 21 Abs. 1 Nr. 3 WpÜG herabgesetzt werden. Als neue Mindestannahmeschwelle werden regelmäßig 60% der Aktien gewählt.<sup>66</sup> Unter Berücksichtigung der üblicherweise geringen Hauptversammlungspräsenzen<sup>67</sup> reicht in der Regel auch eine Beteiligungsquote von 60% aus, um die für den Abschluss von Unternehmensverträgen erforderliche Mehrheit von 75% des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals zu erreichen. Zudem verlängert eine kurzfristige Angebotsänderung die Angebotsfrist gemäß § 21 Abs. 5 Satz 1 WpÜG um zwei Wochen und gibt damit insbesondere institutionellen Anlegern mehr Zeit, um über das Angebot zu entscheiden.<sup>68</sup>

Allerdings kann auch bei Erreichen der – ggf. nachträglich herabgesetzten – Mindestannahmeschwelle der Fall eintreten, dass die Fusion nicht zustande kommt. In der Angebotsunterlage von Linde/Praxair wurde der

---

64 Zu den eingelieferten Aktien zählen auch Aktien, hinsichtlich derer unwiderrufliche Annahmeverpflichtungen eingegangen wurden, siehe dazu unten S. 44 f.

65 Vgl. *Wirbel*, in: Meyer-Sparenberg/Jäckle, Beck'sches M&A-Handbuch, § 57 Rn. 113.

66 Dies geschah sowohl im Fall Linde/Praxair, vgl. Änderung der Angebotsunterlage vom 23. Oktober 2017, S. 3, als auch im Fall Deutsche Börse/LSE, vgl. 2. Änderung der Angebotsunterlage vom 11. Juli 2016, S. 2.

67 Vgl. z.B. die Studien der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V., die für das Jahr 2015 für die DAX30-Gesellschaften eine durchschnittliche Präsenz von 54,95%; für die MDAX-Gesellschaften von 69,10% und für die SDAX-Gesellschaften von 62,82% ausweisen. Diese Studien sind abrufbar unter <https://sdk.org/veroeffentlichungen/statistiken/>.

68 Vgl. *Wirbel*, in: Meyer-Sparenberg/Jäckle, Beck'sches M&A-Handbuch, § 57 Rn. 130; ferner die Ad-hoc-Mitteilung der Linde AG vom 23.10. 2017: „Durch die Absenkung werden auch solche Aktionäre in das Tauschangebot einbezogen, denen es zu einem früheren Zeitpunkt nicht möglich ist, ihre Aktien anzudienen. Erfahrungsgemäß trifft dies auf Indexfonds zu, die ihre Aktien nicht einreichen, bevor der jeweils abgebildete Index auf die im Zuge eines Übernahmeangebots angeordneten Aktien umgestellt wurde.“ Die Mitteilung ist abrufbar unter: [https://www.the-linde-group.com/de/news\\_and\\_media/press\\_releases/adhoc/news-20171023.html](https://www.the-linde-group.com/de/news_and_media/press_releases/adhoc/news-20171023.html). Zur Rolle von Indexfonds unten S. 216 ff.

tatsächliche Vollzug des Übernahmeangebots davon abhängig gemacht, dass mindestens 74% der Linde-Aktionäre in das Angebot einlieferten. Dies hing damit zusammen, dass die Fusion in den USA nach 26 U.S.C. § 7874 (a)(2)(B)(ii) nur dann in den Genuss einer vorteilhaften steuerlichen Behandlung kommt, wenn die Anteile der NewCo nach dem Vollzug der Transaktion zu höchstens 60% von ehemaligen Aktionären des US-amerikanischen Fusionspartners gehalten werden. Im Fall Linde/Praxair mussten mindestens 74% der Linde-Aktionäre ihre Anteile einliefern, damit die Beteiligungsquote der ehemaligen Praxair-Aktionäre die Grenze von 60% nicht überstieg.<sup>69</sup> Wäre diese Schwelle nicht erreicht worden, hätte die NewCo zwar nicht formal von dem Übernahmeangebot zurücktreten können. Die Fusionspartner hätten aber dadurch von dem Fusionsvorhaben Abstand nehmen können, dass sie die kartellrechtlichen Freigabeverfahren nicht weiter betrieben hätten.<sup>70</sup> Die kartellrechtlichen Freigaben werden regelmäßig nur dann erteilt, wenn die Fusionspartner den Kartellbehörden die Veräußerung bestimmter Geschäftsbereiche zusichern, um ihre Marktmacht in bestimmten Bereichen zu begrenzen.<sup>71</sup> Erfüllen sie diese Bedingung nicht, werden die Kartellbehörden die Fusion nicht freigeben, wodurch eine Vollzugsbedingung des Übernahmeangebots ausfällt.<sup>72</sup>

## b) Maßnahmen der Konzernintegration

Wird die Mindestannahmeschwelle erreicht und das Tauschangebot vollzogen, sind Maßnahmen der Konzernintegration erforderlich.

### aa) Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

Insofern ist zunächst der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vonnöten.<sup>73</sup> Der Beherrschungsvertrag ist erforderlich, um dem Leitungsorgan der NewCo die Rechtsmacht zu geben, beim deut-

---

69 Vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, Anhang 3, S. 187.

70 Vgl. zu dieser Art, sich vom Übernahmeangebot zu lösen, *Paschos*, in: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht, § 24 Rn. 95 f.

71 *Paschos*, in: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht, § 24 Rn. 96.

72 Vgl. zu den Vollzugsbedingungen unten S. 40 ff.

73 Vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, S. 76.



schen Fusionspartner durchzuregieren (§ 308 AktG), ohne auf die in bloß faktischen Konzernverhältnissen geltenden Schutzvorkehrungen für die abhängige Gesellschaft Rücksicht nehmen zu müssen. Der Abschluss eines Gewinnabführungsvertrags ist Voraussetzung für die Begründung einer körperschaftsteuerrechtlichen und gewerbesteuerrechtlichen Organschaft (§ 14 Abs. 1 Satz 1 des Körperschaftsteuergesetzes, § 2 Abs. 2 Satz 2 des Gewerbesteuergesetzes), ohne die sich in Deutschland erhebliche steuerliche Nachteile ergäben.<sup>74</sup>

Die in der AG verbleibenden Minderheitsgesellschafter werden beim Abschluss dieser Unternehmensverträge durch zwei Mechanismen geschützt. Zum einen muss der herrschende Vertragsteil eine angemessene wiederkehrende jährliche Ausgleichszahlung erbringen (§ 304 Abs. 1 Satz 1 AktG). Zum anderen muss der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag den Minderheitsaktionären die Möglichkeit gewähren, gegen Abfindung aus der Gesellschaft auszuscheiden (§ 305 Abs. 1 AktG). Die Abfindung besteht dabei je nach konkreter Situation entweder in Anteilen am herrschenden Vertragspartner (bzw. dessen Konzernmutter) und/oder einer Barabfindung (§ 305 Abs. 2 Nr. 1-3 AktG). Die Angemessenheit der Höhe sowohl der Ausgleichszahlung als auch der Abfindung kann im Spruchverfahren überprüft werden (§ 304 Abs. 3 Satz 3 AktG bzw. § 305 Abs. 5 Satz 2 AktG).

#### bb) Ausschluss verbliebener Minderheitsaktionäre

Um die *corporate governance* weiter zu vereinfachen, wird zudem nach Möglichkeit eine Maßnahme zum Ausschluss verbliebener Minderheitsgesellschafter des deutschen Fusionspartners durchgeführt. Für diesen sogenannten *Squeeze-Out* gibt es grundsätzlich drei mögliche Formen: den übernahmerechtlichen, den aktienrechtlichen und den umwandlungsrechtlichen *Squeeze-Out*.

---

74 Steuerrechtliche Aspekte sind nicht Gegenstand dieser Abhandlung; vgl. zum Zusammenhang von Gewinnabführungsvertrag und steuerlicher Organschaft sowie zu deren Vorteilen weiterführend: *Prinz*, in *Prinz/Witt*, Steuerliche Organschaft, Rn. 1.3 und passim.

- (1) Beteiligung von mindestens 95% des Grundkapitals:  
übernahmerechtlicher oder aktienrechtlicher Squeeze-Out

Die *prima facie* nächstliegende Variante für den Ausschluss einer verbleibenden Minderheit nach einem Übernahmeangebot ist der übernahmerechtliche *Squeeze-Out* nach § 39a WpÜG. Er setzt eine Beteiligungshöhe von 95% des stimmberechtigten Grundkapitals zum Ende der weiteren Annahmefrist<sup>75</sup> im Sinne des § 16 Abs. 2 Satz 1 WpÜG voraus (§ 39 Abs. 1 Satz 1 WpÜG). Der übernahmerechtliche *Squeeze-Out* ist als vereinfachte und beschleunigte Variante des aktienrechtlichen *Squeeze-Out* nach § 327a AktG konzipiert. Die übernahmerechtliche Variante hat zunächst den Vorteil, dass es sich dabei um ein gerichtliches Verfahren handelt. Zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre muss daher – anders als bei dem aktienrechtlichen Pendant – keine weitere Hauptversammlung mehr einberufen werden. Ein weiterer Vorteil besteht typischerweise darin, dass in dem Fall, dass mindestens 90% der Aktien der Zielgesellschaft „auf Grund des Angebots“ erworben wurden, die im Übernahmeangebot vorgesehene Gegenleistung – wohl unwiderleglich<sup>76</sup> – als angemessene Abfindung gilt (§ 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG). Ein kostspieliges und zeitaufwändiges Spruchverfahren zur Kontrolle der Angemessenheit der angebotenen Abfindung kann so vermieden werden.<sup>77</sup>

Wird die Vermutungsschwelle von 90% der aufgrund des Angebots erworbenen Aktien verfehlt,<sup>78</sup> greift keine Angemessenheitsvermutung ein.

---

75 So mittlerweile BGH, Urt. v. 18.12.2012 – II ZR 198/11, AG 2013, 262, 263 Rn. 20 ff. zur spiegelbildlichen Situation des übernahmerechtlichen Sell-Out nach § 39c WpÜG; die Frage, zu welchem Zeitpunkt die Schwelle von 95% überschritten sein muss, war jedoch lange umstritten. Vgl. zum Streitstand *Merkner/Sustmann*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 39a Rn. 21 m.w.N.

76 Die Frage ist streitig; für eine Unwiderleglichkeit der Vermutung etwa: Regierungsbegründung, BT-Drs. 16/1003, S. 22; *Grunewald*, in: MünchKommAktG, § 39a WpÜG Rn. 34; für die Widerleglichkeit der Vermutung: OLG Frankfurt a.M., Beschl. v. 28.1.2014 – WpÜG 3/13, NZG 2014, 543, 544 f.; *Seiler*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, § 39a WpÜG, Rn. 105 f. (für Fälle vorangegangenen Marktversagens aufgrund von Kursmanipulationen); für noch weitergehende Widerleglichkeit der Vermutung: LG Frankfurt a.M., Beschl. v. 5.8.2008 – 3-5 O15/08, NZG 2008, 665.

77 Vgl. zu den vorstehend genannten Vorteilen des übernahmerechtlichen Squeeze-Out die Regierungsbegründung, BT-Drs. 16/1003, S. 14.

78 Dieser Fall kann eintreten, wenn die NewCo im Anschluss an das Tauschangebot zum Erreichen der 95%-Schwelle weitere Aktien am freien Markt erwirbt, wie dies in der Angebotsunterlage Linde/Praxair, S. 78 als Möglichkeit dargestellt wurde.

Die Höhe der angemessenen Abfindung muss dann gesondert ermittelt werden. Da der Anwendungsbereich des SpruchG für diese Konstellation nicht eröffnet ist,<sup>79</sup> müsste diese Feststellung im Rahmen des *Squeeze-Out*-Verfahrens selbst getroffen werden.<sup>80</sup> Eine solche Feststellung kann nach den Erfahrungen im Spruchverfahren bereits erstinstanzlich mehrere Jahre in Anspruch nehmen<sup>81</sup> und wäre zudem nach § 39b Abs. 3 Satz 3 WpÜG mit der Rechtsbeschwerde angreifbar, die aufschiebende Wirkung hat. Da der Ausschluss der Minderheitsaktionäre erst mit rechtskräftigem Abschluss des *Squeeze-Out*-Verfahrens wirksam wird (vgl. § 39b Abs. 5 Satz 1 WpÜG), würde ein ggf. Jahre andauernder Schwebezustand entstehen. Ein schneller und rechtssicherer Ausschluss der Minderheitsaktionäre wäre im übernahmerechtlichen *Squeeze-Out*-Verfahren dann nicht möglich.<sup>82</sup>

Sind die Voraussetzungen der Angemessenheitsvermutung erfüllt, ist bei der Fusion durch NewCo-Übernahme eine Besonderheit zu beachten. Die Angemessenheitsvermutung des § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG bezieht sich nur auf die im Übernahmeangebot tatsächlich angebotene Gegenleistung. Da diese hier in Aktien der NewCo besteht, ist nach § 39a Abs. 3 Satz 2 WpÜG wahlweise eine Geldleistung anzubieten. Die Höhe der angemessenen Barabfindung kann – weil nicht Gegenstand des Übernahmeangebots – aber erst während des *Squeeze-Out*-Verfahrens festgestellt werden.

---

79 Vgl. § 1 SpruchG. Es handelt sich insofern um eine bewusste Entscheidung des Gesetzgebers, vgl. Gegenäußerung der Bundesregierung zur Stellungnahme des Bundesrats zum Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drs. 16/1342, S. 7: „Für die Geltendmachung von Bewertungsrügen im Spruchverfahren beim Ausschluss nach den §§ 39a und 39b WpÜG-E besteht kein Bedürfnis.“; kritisch dazu z.B. *Seibt/Heiser*, AG 2006, 301, 319; *Schüppen*, BB 2006, 165, 168 f.

80 OLG Stuttgart, Beschl. v. 5.5.2009 – 20 W 13/08, ZIP 2009, 1059, 1073; *Merkner/Sustmann*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 39a Rn. 47.

81 *Lorenz*, AG 2012, 284, 286: Durchschnittliche Verfahrensdauer (bis zur rechtskräftigen Entscheidung): 7 Jahre; vgl. ferner *Kubis*, in: MünchKommAktG, Vor § 1 SpruchG Rn. 7.

82 Pointiert *Merkner/Sustmann*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 39a Rn. 49: „Nach derzeitiger Rechtslage ist das übernahmerechtliche Ausschlussverfahren regelmäßig ohne praktische Relevanz, sofern die Annahmequote von 90% verfehlt wird [...]. Denn wenn Bewertungsfragen im Verfahren nach § 39a geklärt werden müssen, wird das Spruchverfahren de facto vor Wirksamwerden des *Squeeze-Out* durchgeführt.“; im gleichen Sinne *Ott*, WM 2008, 384, 391: der übernahmerechtliche *Squeeze-Out* sei „bei Nichteingreifen der Angemessenheitsvermutung für die Praxis untauglich“.

Wie bei dieser Feststellung vorzugehen ist, ist bislang nicht abschließend geklärt. Die Gesetzesbegründung zu § 39a WpÜG weist lediglich darauf hin, dass die Barabfindung in diesem Fall dem Preis der als Gegenleistung angebotenen Aktien entsprechen müsse und dieser Preis entsprechend den Regeln der WpÜG-AV zu bestimmen sei.<sup>83</sup> Wie diese Bestimmung im Einzelnen vorzunehmen ist, ist für den Fall der Fusion durch NewCo-Übernahme aber völlig offen. Nach § 7 i.V.m. § 5 Abs. 1 WpÜG-AV ist für die Bestimmung des Wertes der als Gegenleistung angebotenen Aktien grundsätzlich der gewichtete Durchschnittskurs der letzten drei Monate vor der Mitteilung über die Entscheidung, ein Übernahmeangebot abzugeben, maßgeblich. Die als Gegenleistung angebotenen Aktien der NewCo werden aber überhaupt erst nach dem Vollzug des Übernahmeangebots geschaffen und an der Börse notiert. Es gibt damit keinen Börsenkurs, den man zur Bestimmung des Wertes dieser Aktien heranziehen könnte. Es liegt daher näher, dass stattdessen nach § 7 i.V.m. § 5 Abs. 4 WpÜG-AV eine vollständige Unternehmensbewertung durchgeführt werden müsste, um den Wert der Aktien der NewCo zu bestimmen, was sehr zeitaufwändig wäre.<sup>84</sup>

Auch wenn die Schwelle für die Angemessenheitsvermutung nach § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG erreicht ist, ist daher im Fall der NewCo-Übernahme der aktienrechtliche *Squeeze-Out* nach §§ 327a ff. AktG der schnellere und einfachere Weg zum Ausschluss der verbliebenen Minderheitsgesellschafter.

---

83 Begr. RegE, BT-Drs. 16/1003, S. 22: „Wenn das Übernahme- oder Pflichtangebot keine bare Gegenleistung vorsieht, entspricht die Abfindung dem Preis der als Gegenleistung angebotenen Aktien. Dieser Preis ist entsprechend den Vorschriften über den Angebotspreis in der WpÜG-Angebotsverordnung und entsprechend § 31 Abs. 4 zu ermitteln.“

84 Etwas anderes könnte nur dann gelten, wenn man z.B. mit Ott, WM 2008, 384, 388 als maßgeblichen Zeitraum auf die drei Monate vor der Stellung des Squeeze-Out-Antrags abstellt. Hierfür könnte möglicherweise das bei sonstigen Bewertungsanlässen geltende Stichtagsprinzip herangezogen werden (dazu Hüttemann/Meyer, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, § 12 Rn. 1 ff. m.w.N.). In diesem Zeitraum sind die Aktien der NewCo zwar höchstwahrscheinlich noch immer nicht börsennotiert; aber man könnte möglicherweise stattdessen auf den durchschnittlichen Börsenkurs der zum Umtausch eingereichten Aktien des deutschen Fusionspartners abstellen, welche schon während der Annahmefrist des Übernahmeangebots separat börsengehandelt sind. Dieser Frage wird an dieser Stelle nicht weiter nachgegangen. Zur Handelbarkeit der Anteile des deutschen Fusionspartners unten S. 42 ff.

(2) Beteiligung von mindestens 90% des Grundkapitals:  
umwandlungsrechtlicher Squeeze-Out

Häufig wird auch ein aktienrechtlicher *Squeeze-Out* jedoch daran scheitern, dass die NewCo die erforderliche Schwelle von 95% des Grundkapitals nicht erreicht. Wird dieser Wert verfehlt, aber der von 90% des Grundkapitals erreicht, kann die verbliebene Minderheit durch einen umwandlungsrechtlichen *Squeeze-Out* nach § 62 Abs. 5 UmwG ausgeschlossen werden.

Der umwandlungsrechtliche *Squeeze-Out* setzt einen Verschmelzungsvorgang voraus, an dem sowohl als übertragender als auch als übernehmender Rechtsträger eine Aktiengesellschaft beteiligt ist (§ 62 Abs. 5 Satz 1 i.V.m. Abs. 1 UmwG). Um dieses Erfordernis zu erfüllen, wird zunächst der Beteiligungsbesitz der NewCo umstrukturiert. Die mindestens 90%ige Beteiligung am deutschen Fusionspartner wird in eine 100%ige Tochter-GmbH eingebracht, welche die Anteile ihrerseits an eine von ihr zu 100% beherrschte Tochter-AG weiterreicht.<sup>85</sup> Wird der deutsche Fusionspartner auf die Tochter-AG verschmolzen, sind die Voraussetzungen des umwandlungsrechtlichen *Squeeze-Out* erfüllt.<sup>86</sup> Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre wird mit der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister des übernehmenden Rechtsträgers wirksam (§ 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG). Die Kontrolle der Abfindung findet wie beim aktienrechtlichen *Squeeze-*

---

85 Vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, S. 76. Es handelt sich hierbei um eine Umstrukturierung innerhalb eines Konzerns im Sinne des § 36 Nr. 3 WpÜG (vgl. nur Hecker, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 36 Rn. 53), weshalb dieser Vorgang bei Stellung eines entsprechenden Antrags keine Angebotspflichten nach § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG auslöst.

86 Bei dem übertragenden Rechtsträger muss es sich um eine Aktiengesellschaft deutschen Rechts handeln, der übernehmende Rechtsträger kann nach § 122a Abs. 2 UmwG theoretisch auch eine der deutschen Aktiengesellschaft vergleichbare Rechtsform eines EU/EWR-Staates haben, vgl. Ego, in: MünchKommAktG, Europäisches Aktienrecht, B. Europäische Niederlassungsfreiheit Rn. 71; Habighorst, in: Böttcher/Habighorst/Schulte, UmwG, § 62 Rn. 59; Mayer, NZG 2012, 561, 564; Kiefner/Brügel, AG 2011, 525, 532 f.; wohl auch Marsch-Barner, in: Kallmeyer, UmwG, § 62 Rn. 37. In der Praxis wird der Anwendung der § 122a ff. UmwG jedoch offenbar die Schaffung eines rein nationalen Sachverhalts vorgezogen, was wohl damit zusammenhängt, dass die deutschen Regelungen zur grenzüberschreitenden Verschmelzung im Einzelnen als nicht praxisgerecht empfunden werden, vgl. hierzu Drygala/von Bressendorf, NZG 2016, 1161.

Out in einem nachlaufenden Spruchverfahren statt (§ 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327f AktG).

## 2. Ausländischer Fusionspartner

Handelt es sich um einen amerikanischen Fusionspartner, wie in den Fällen Linde/Praxair und Deutsche Börse/NYSE, unterliegt dieser typischerweise dem Recht des Bundesstaates Delaware. Nach dem Recht von Delaware bietet sich der sogenannte *reverse triangular merger an*, um die Anteile in die NewCo einzubringen und die bisherigen Aktionäre des Fusionspartners an der NewCo zu beteiligen.<sup>87</sup> Handelt es sich um einen Fusionspartner mit Sitz im UK, wie im Fall Deutsche Börse/LSE, ist das Mittel der Wahl das *scheme of arrangement*.<sup>88</sup>

Der *reverse triangular merger* ist eine besondere Verschmelzungsform unter Zuhilfenahme von eigens für die Verschmelzung gegründeten Tochtergesellschaften. Er führt im Ergebnis dazu, dass der US-amerikanische Fusionspartner zu einer Tochtergesellschaft der NewCo wird und seine bisherigen Aktionäre entweder zu Aktionären der NewCo werden oder gegen Barabfindung aus der Gesellschaft ausscheiden.<sup>89</sup> Der *reverse triangular merger* erfordert die Zustimmung der Hauptversammlung des US-amerikanischen Fusionspartners mit einfacher Mehrheit der stimmberechtigten und nicht von der Gesellschaft selbst gehaltenen Aktien.<sup>90</sup>

---

87 Vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, S. 61 und 64.

88 Vgl. die Angebotsunterlage Deutsche Börse/LSE, S. 48.

89 Vgl. zu den Einzelheiten des *reverse triangular merger* aus dem amerikanischen Schrifttum etwa: *Clark*, Corporate Law, S. 430 ff.; *Cox/Hazen*, The Law of Corporations, Bd. 4, S. 52 ff.; *Allen/Kraakman*, Commentaries and Cases on the Law of Business Organization, S. 477 f.; *Bainbridge*, Corporate Law, S. 385 f.; aus dem deutschsprachigen Schrifttum: *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, Rn. 1268 ff., insbes. Rn. 1272 ff. *Baums*, FS Zöllner, S. 65; *Stöcker*, Rechtsfragen grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse, S. 47 ff. (speziell zum Fall Daimler/Chrysler), alle m.w.N.

90 § 251 (c) Delaware General Corporation Law: “[...] At the meeting, the agreement shall be considered and a vote taken for its adoption or rejection. If a majority of the outstanding stock of the corporation entitled to vote thereon shall be voted for the adoption of the agreement, that fact shall be certified on the agreement by the secretary or assistant secretary of the corporation [...]”. Der Begriff *outstanding stock* bezeichnet diejenigen ausgegebenen Aktien (*issued shares*), die sich tatsächlich in Händen des Publikums befinden und nicht eigene Aktien der Gesellschaft (*treasury shares*) sind. Vgl. zur Erläuterung dieser Terminologie *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, Rn. 484 f.

Bei dem *scheme of arrangement* nach Part 26 Companies Act 2006 handelt es sich um ein hauptsächlich zu Sanierungszwecken eingesetztes gerichtliches Verfahren. Es lässt sich jedoch auch außerhalb einer Unternehmenskrise als Instrument für eine allgemeine gesellschaftsrechtliche Reorganisation einsetzen.<sup>91</sup> Bei der Fusion durch NewCo-Übernahme wird im *scheme* vorgesehen, dass die Anteile am englischen Fusionspartner gegen solche der NewCo getauscht werden.<sup>92</sup> Das *scheme* wird durch seine gerichtliche Bestätigung wirksam. Die gerichtliche Bestätigung setzt voraus, dass in einer zu diesem Zweck einberufenen gerichtlichen Anhörung 75% des vertretenen Grundkapitals des englischen Fusionspartners dem Zusammenschluss zustimmen.<sup>93</sup>

Die näheren Einzelheiten dieser beiden Verfahren sind für die weitere Untersuchung nicht von Bedeutung.

### III. Umtauschverhältnis

Entscheidend für die wirtschaftliche Attraktivität des Zusammenschlusses für die Aktionäre der beiden Fusionspartner ist die Frage, in welchem Verhältnis ihre Anteile in Anteile der NewCo getauscht werden sollen. Dieses Umtauschverhältnis wird von den Vorständen vorab ausgehandelt, und das Übernahmeangebot sowie die Maßnahme hinsichtlich des ausländischen Fusionspartners werden entsprechend ausgestaltet.

---

91 Vgl. zu den Einzelheiten des *scheme of arrangement* aus dem englischen Schrifttum *Davies/Worthington*, *Gower's Principles of Modern Company Law*, Rn. 29–1 ff.; *Hannigan*, *Company Law*, Rn. 25–93 ff.; aus dem deutschsprachigen Schrifttum etwa die Darstellung von *Braun*, *Die vorinsolvenzliche Sanierung von Unternehmen*, S. 60 ff., alle m.w.N.

92 Vgl. etwa das *scheme document* im Fall Deutsche Börse/LSE, abrufbar unter: <https://www.lseg.com/documents/london-stock-exchange-group-scheme-arrangement-circular-1-june-2016-pdf?accepted=aa99e964aaa8ab2ba4ed643332269635>, das *scheme document* befindet sich dort auf den S. 83 ff.

93 S. 899(1) Companies Act: „If a majority in number representing 75% in value of the [...] members [...] present and voting either in person or by proxy at the meeting summoned under section 896, agree a compromise or arrangement, the court may, on an application under this section, sanction the compromise or agreement.“



#### IV. Vollzugsbedingungen

Das Übernahmeangebot für die Aktien des deutschen Fusionspartners und die entsprechende Maßnahme in Bezug auf den ausländischen Fusionspartner werden über Vollzugsbedingungen miteinander verknüpft. Auf diese Weise wird sichergestellt, dass weder das Übernahmeangebot für den deutschen Fusionspartner noch die ihm entsprechende Maßnahme in Bezug auf den ausländischen Fusionspartner separat vollzogen werden können. Typischerweise wird dies dadurch erreicht, dass die den ausländischen Fusionspartner betreffende Maßnahme unter die aufschiebende Bedingung des Vollzugs des Übernahmeangebots gestellt wird.<sup>94</sup>

Das Übernahmeangebot selbst steht unter der aufschiebenden Bedingung, dass die erforderlichen behördlichen Genehmigungen, insbesondere kartellrechtlicher Art, erteilt werden.<sup>95</sup> Durch diese Gestaltung wird dem kartellrechtlichen Verbot, den Zusammenschluss vor der Freigabe durch die Kartellbehörde in tatsächlicher oder rechtlicher Form zu vollziehen, Rechnung getragen.<sup>96</sup> Um zu verhindern, dass das Angebot aufgrund einer solchen Bedingung auf unabsehbare Zeit in der Schwebe gehalten wird, wird diese Bedingung mit einer Frist versehen: Ist die Bedingung bei Ablauf dieser Frist nicht eingetreten, gilt sie als endgültig ausgefallen. Grundsätzlich muss bis zum Ende der Angebotsfrist Klarheit darüber herrschen, ob das Angebot vollzogen wird, sodass die Frist für den Bedingungseintritt an sich nicht nach dem Ende der Angebotsfrist enden dürfte.<sup>97</sup> Die Angebotsfrist kann vom Bieter aber auf höchstens zehn Wochen festgelegt werden (§ 16 Abs. 1 Satz 1 WpÜG) und auch durch Änderungen des Angebots allenfalls auf zwölf Wochen verlängert werden (§ 21 Abs. 5 WpÜG).<sup>98</sup> In-

---

94 Vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, S. 61.

95 Vgl. etwa die Angebotsunterlage Linde/Praxair, Anhang 3, S. 173 ff.

96 Die hier behandelten Zusammenschlüsse werden regelmäßig von gemeinschaftsweiter Bedeutung im Sinne des Art. 1 VO Nr. 139/2004/EG (Fusionskontrollverordnung – FKVO) sein, so dass sich das Vollzugsverbot aus Art. 7 Abs. 1 FKVO ergibt; dazu *Körber*, in: Immenga/Mestmäcker, WettbewerbsR, Art. 7 FKVO Rn. 7; handelt es sich um einen Zusammenschluss, der nach dem GWB zu beurteilen ist, ergibt sich das Vollzugsverbot aus § 41 GWB; hierzu *Thomas*, in: Immenga/Mestmäcker, WettbewerbsR, § 41 GWB Rn. 1 ff.

97 *Wackerbarth*, in: MünchKommAktG, § 18 Rn. 16; *Steinmeyer*, in: Steinmeyer, WpÜG, § 18 Rn. 33.

98 Die Angebotsfrist kann sich theoretisch im Fall konkurrierender Angebote auch darüber hinaus verlängern (§ 22 Abs. 2 Satz 1 WpÜG); konkurrierende Angebote kommen jedoch praktisch äußerst selten vor, vgl. *Steinhardt*, in: Steinmeyer, WpÜG, § 22 Rn. 1.



nerhalb derart kurzer Fristen können die erforderlichen kartellrechtlichen Genehmigungen in der Regel nicht erteilt werden. Insbesondere bei Übernahmen großer Unternehmen, die regelmäßig von verschiedenen Kartellbehörden<sup>99</sup> geprüft werden müssen, kann die Frist von zwölf Wochen realistischweise nicht eingehalten werden.<sup>100</sup> Um Übernahmen großer Unternehmen nicht grundsätzlich auszuschließen, ist dem Bieter in solchen Fällen die Möglichkeit zu eröffnen, eine angemessen lange Frist für die Erteilung der kartellrechtlichen Freigaben festzusetzen. Die Verwaltungspraxis der BaFin sieht insofern in Anlehnung an die Frist in § 23 Abs. 2 Satz 1 WpÜG eine Höchstfrist von 12 Monaten nach dem Ende der Annahmefrist vor.<sup>101</sup>

### C. Das Business Combination Agreement

Der genaue Ablauf des Zusammenschlusses und das geplante Umtauschverhältnis werden zu Beginn der Transaktion in einem Business Combination Agreement (BCA) festgelegt.<sup>102</sup> Das BCA enthält die in der M&A-Praxis üblichen *deal protection*-Klauseln.<sup>103</sup> Diese regeln Verhaltenspflichten für den Zeitraum zwischen Vertragsabschluss und Vollzug der Fusion, die deren Erfolg sicherstellen sollen. Sie betreffen z.B. den Geschäftsbetrieb

---

99 Im Fall Linde/Praxair mussten neun Kartellbehörden den Zusammenschluss freigeben (EU, USA, China, Indien, Südkorea, Brasilien, Russland, Kanada und Mexiko), vgl. Angebotsunterlage Linde/Praxair, S. 14.

100 Vgl. Wackerbarth, in: MünchKommAktG, § 18 Rn. 16.

101 Vgl. aus der Innensicht der BaFin: Hippeli, Der Konzern 2018, 465, 469 f.; ferner zu diesen sogenannten Langlaufbedingungen Hasselbach/Rauch, BB 2019, 194, 195. Im Einzelfall werden jedoch auch längere Fristen akzeptiert, vgl. etwa den Fall der innogy SE, in dem die BaFin 17,5 Monate akzeptierte, hierzu Hasselbach/Rauch, BB 2019, 194, 195.

102 Das BCA im Fall Deutsche Börse/NYSE ist in der Angebotsunterlage abgedruckt, vgl. dort S. G1 ff.; im Fall Deutsche Börse/LSE enthält die Angebotsunterlage eine Zusammenfassung der wesentlichen Bestimmungen des BCA, vgl. Angebotsunterlage Deutsche Börse/LSE, Anhang 3, S. 170; das Gleiche gilt für den Zusammenschluss von Linde und Praxair, vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, Anhang 3, S. 168 ff.

103 Vgl. zu diesen Klauseln und den Grenzen ihrer rechtlichen Zulässigkeit z.B. Fleischer, ZHR 172 (2008), 538, 553 ff.; Kuntz, AG 2016, 101; Reichert, ZGR 2015, 1; Schall, in: Kämmerer/Veil, Übernahme- und Kapitalmarktrecht in der Reformdiskussion, S. 75; Wiegand, Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements bei Aktiengesellschaften, S. 201 ff., alle mit umfangreichen weiterführenden Nachweisen.

der Fusionspartner, den Umgang mit deren Vermögen, die Vornahme von Kapitalmaßnahmen, die Begleichung wesentlicher Forderungen, die Beilegung wesentlicher Rechtsstreitigkeiten oder die Eingehung von Wettbewerbsverboten.<sup>104</sup> Von besonderer Bedeutung ist die *board-recommendation*-Klausel. Sie verpflichtet Vorstand und Aufsichtsrat des deutschen Fusionspartners dazu, dessen Aktionären in der Stellungnahme nach § 27 WpÜG<sup>105</sup> die Annahme des Übernahmeangebots der NewCo zu empfehlen. Ein Verstoß gegen diese Verpflichtung kann für den ausländischen Fusionspartner ein Recht zur Kündigung des BCA und in der Folge Ansprüche auf Strafzahlungen begründen.<sup>106</sup>

#### D. Börsenhandel mit den Anteilen am deutschen Fusionspartner

Die Fusion durch NewCo-Übernahme betrifft auf Seiten des deutschen Fusionspartners nur Gesellschaften, deren Aktien an einem organisierten Markt im Sinne des § 1 Abs. 1 i.V.m. § 2 Abs. 7 WpÜG gehandelt werden.<sup>107</sup> Während der Transaktion ergeben sich hinsichtlich des Börsenhandels mit diesen Aktien Besonderheiten.

#### I. Einbuchung in eigene Wertpapierkennung

Das Übernahmeangebot steht – wie gesehen – unter verschiedenen aufschiebenden Bedingungen. Nur und erst dann, wenn diese Bedingungen erfüllt sind, wird das Angebot tatsächlich vollzogen und werden die eingelieferten Aktien des deutschen Fusionspartners gegen die Aktien der NewCo getauscht. Die Aktionäre, die ihre Aktien in das Übernahmeangebot einliefern, verfügen damit unter einer aufschiebenden Bedingung über ihre Aktien.<sup>108</sup> Typischerweise herrscht jedoch erst geraume Zeit nach dem Ablauf der Angebotsfrist Klarheit darüber, ob die aufschiebenden Bedin-

---

104 Vgl. die Angebotsunterlage von Linde/Praxair, Anhang, S. 184.

105 Siehe hierzu unten S. 53 ff.

106 Vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, Anhang 3, S. 189.

107 Diese Arbeit befasst sich nicht mit der Konstellation, dass die Anteile des deutschen Fusionspartners lediglich im Freiverkehr gehandelt werden, vgl. bereits S. 25.

108 Diese Darstellung ist etwas verkürzt. Der (rechts)technische Ablauf ist tatsächlich deutlich komplizierter, vgl. z.B. *Fischer/Taupitz*, in: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht, § 17 Rn. 12 ff. und 53 ff.

gungen eintreten oder ob sie endgültig ausfallen. Das gilt namentlich für die Erteilung evtl. erforderlicher kartellrechtlicher Genehmigungen.<sup>109</sup> Bis zum Eintritt oder endgültigen Ausfall der aufschiebenden Bedingungen besteht damit hinsichtlich der eingelieferten Aktien ein Schwebezustand. Die Aktionäre haben zwar schon über ihre bisherigen Aktien verfügt, aber noch keine Aktie der NewCo erhalten. In diesem Zeitraum zwischen Einlieferung und Vollzug oder Scheitern des Übernahmeangebots wären die einliefernden Aktionäre damit grundsätzlich in ihrem Investment gefangen: Einerseits könnten sie nicht ein weiteres Mal über ihre bereits eingelieferten Aktien verfügen, andererseits hätten sie die Aktien der NewCo noch nicht erhalten und könnten diese damit noch nicht an der Börse veräußern.

Um die Anleger vor diesem Problem zu bewahren, verlangt die BaFin die Einrichtung eines separaten Börsenhandels mit den zum Umtausch eingereichten Aktien bis zum Ende der Bedingungsfrist.<sup>110</sup> Zu Beginn der Transaktion werden alle Anteile an dem deutschen Fusionspartner unter einer einheitlichen Wertpapierkennung gehandelt. Kurz nach Beginn der Angebotsfrist kommt es zu einer Aufspaltung des Handels mit den Anteilen am deutschen Fusionspartner in zwei voneinander getrennte Wertpapierkennungen. Diejenigen Aktien des deutschen Fusionspartners, für die das Übernahmeangebot bereits angenommen wurde, werden in eine neue Wertpapierkennung eingebucht und sind fortan unter dieser Kennung handelbar. Die Aktien, für die das Übernahmeangebot (noch) nicht angenommen wurde, bleiben hingegen unter der ursprünglichen Wertpapierkennung handelbar. Auf diese Weise ist ein separater Handel der bereits eingelieferten und der nicht eingelieferten Aktien sichergestellt. Treten die aufschiebenden Bedingungen ein und wird das Angebot vollzogen, werden die in das Übernahmeangebot eingelieferten Aktien, die bis zu diesem

---

109 Das long stop date im Fall Linde/Praxair lag etwa ein Jahr nach dem Ende der Angebotsfrist, vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, S. 13. Diese Frist wurde auch fast vollständig ausgeschöpft. Die letzte kartellrechtliche Freigabe lag am 22.10.2018 vor, vgl. die Ad-hoc-Mitteilung der Linde AG vom 22.10.2018, abrufbar unter <https://www.dgap.de/dgap/News/adhoc/linde-vollzug-des-unternehmenszusammenschlusses-mit-praxair-inc-nach-fusionskontrollrechtlicher-freigabe-durch-die-usamerikanische-wettbewerbsbehoerde/?newsID=1103107>; wäre die Bedingung nicht bis zum 24.10.2018 eingetreten, hätte sie als endgültig ausgefallen gegolten, vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, S. 13.

110 *Hippeli*, Der Konzern 2018, 465, 470; *Strunk/Linke*, in: Veil/Drinkuth, Reformbedarf im Übernahmerecht, S. 3, 31, alternativ könne der Bieter den Aktionären der Zielgesellschaft auch ein Rücktrittsrecht einräumen.

Zeitpunkt unter der separaten Wertpapierkennung gehandelt wurden, gegen Aktien der NewCo getauscht.<sup>111</sup>

An der Einrichtung eines separaten Börsenhandels der eingelieferten Aktien hat der Bieter auch ein erhebliches Eigeninteresse. Denn die Aktionäre der Zielgesellschaft werden eher dazu bereit sein, ihre Anteile einzuliefern, wenn sie die eingelieferten Aktien jederzeit über die Börse veräußern können.<sup>112</sup> Außerdem macht die Einrichtung eines Börsenhandels für die bereits eingereichten Aktien deren Marktpreis transparent. Liegt der Kurs der zum Umtausch eingereichten Aktien über dem Kurs der noch nicht eingereichten Aktien, entsteht für die Aktionäre des deutschen Fusionspartners ein starker Anreiz, ihre Anteile einzuliefern.

## II. Auswirkungen auf Indizes

Sind die Anteile des deutschen Fusionspartners Bestandteil eines Aktienindex, kann das Übernahmeangebot auch auf diesen Index Auswirkungen haben. Im Fall der Indizes der Deutsche Börse AG (DAX, MDAX, SDAX und TecDAX) stellen sich diese wie folgt dar: Die Abgabe des Übernahmeangebots selbst hat noch keine Auswirkungen auf die Zusammensetzung dieser Indizes; diese können sich jedoch während der Annahmefrist ergeben. Übersteigt die Annahmequote, die vom Bieter in den sogenannten Wasserstandsmeldungen nach § 23 Abs. 1 WpÜG veröffentlicht wird, die Grenze von 50%, kommt es noch während der Annahmefrist zu einer außerordentlichen Indexanpassung. Die ursprünglichen Anteile des deutschen Fusionspartners werden in diesem Fall aus dem Index gelöscht. An ihre Stelle treten diejenigen Anteile des deutschen Fusionspartners, für die das Übernahmeangebot bereits angenommen wurde und die unter der neugeschaffenen Wertpapierkennung gehandelt werden. Dieser Tausch unterbleibt nur dann, wenn die zum Umtausch eingereichten Aktien bzw. die NewCo die allgemeinen Voraussetzungen für die Aufnahme in den jeweiligen Index nicht erfüllen.<sup>113</sup>

---

111 Vgl. hierzu *Fischer/Taupitz*, in: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht, § 17 Rn. 17 ff. und 53 ff.

112 *Busch*, AG 2002, 145, 146.

113 Vgl. zum Vorstehenden den Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse AG vom 2. November 2018, S. 37, Ziff. 5.1.7: Umwandlung in zum Umtausch eingereichte Gattung, abrufbar unter: [https://www.dax-indices.com/document/Resources/Guides/Leitfaden\\_Aktienindizes.pdf](https://www.dax-indices.com/document/Resources/Guides/Leitfaden_Aktienindizes.pdf).

Eine während der Annahmefrist erfolgende Aufnahme der zum Umtausch eingereichten Aktien in die jeweils in Betracht kommenden Indizes hat auch Auswirkungen auf den Verlauf des Übernahmeangebots, weil Indexfonds, deren Anlageziel darin besteht, den jeweiligen Index abzubilden, dazu veranlasst werden, die von ihnen am deutschen Fusionspartner gehaltenen Anteile in das Übernahmeangebot einzuliefern, um auf diese Weise die korrekte Abbildung des Index sicherzustellen. Bevor diese Indexumstellung erfolgt, sind Indexfonds daran gehindert, ihre Anteile in das Übernahmeangebot einzuliefern. Wollen Sie das Angebot schon vor Indexumstellung unterstützen, haben sie aber die Möglichkeit, ein *irrevocable undertaking*<sup>114</sup> einzugehen, d.h. sich gegenüber der NewCo unwiderruflich zu verpflichten, das Übernahmeangebot anzunehmen, sobald die Indexumstellung erfolgt.<sup>115</sup> Die NewCo gestaltet die Mindestannahmeschwelle so aus, dass Aktien, hinsichtlich derer eine solche Verpflichtung eingegangen wurde, bereits vor der Indexumstellung auf die Mindestannahmeschwelle angerechnet werden.<sup>116</sup>

---

114 Vgl. hierzu v. Riegen, ZHR 167 (2003), 702 m.w.N.

115 Vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, S. 13 und 116 f.

116 Vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, S. 13: „Das Tauschangebot und die durch seine Annahme zustande gekommenen Verträge werden nur vollzogen, wenn die folgenden Vollzugsbedingungen eingetreten sind [...]: - Zum Zeitpunkt des Ablaufs der Annahmefrist beträgt die Summe der Anzahl der [...] (5) Linde-Aktien, für die Unwiderrufliche Annahmeverpflichtungen unterzeichnet und an Linde plc übermittelt wurden, [...] mindestens 139.228.554 Linde-Aktien (dies entspricht 75% sämtlicher stimmberechtigten Linde-Aktien [...]).“ (Interne Verweise und Definitionszusätze ausgelassen).