

Kapitel 2 – Allgemeine rechtliche Zulässigkeit der Gestaltung

Die rechtliche Zulässigkeit der Transaktionsstruktur bedarf unter zwei Gesichtspunkten näherer Prüfung. In aktienrechtlicher Hinsicht stellt sich die Frage, ob es bei deren Durchführung zu einem unzulässigen Rückerwerb eigener Aktien kommt. In kapitalmarktrechtlicher Hinsicht ist zu prüfen, ob der Vorstand des deutschen Fusionspartners die im Übernahmerecht vorgesehene Stellungnahme zu dem Umtauschangebot überhaupt abgeben darf.

A. *Verbotener Rückerwerb eigener Aktien?*

Das Umtauschangebot der NewCo ist typischerweise auf den Erwerb von mindestens 75% – und selbst nach einer eventuellen Herabsetzung der Mindestannahmeschwelle nicht weniger als 60% – der Aktien des deutschen Fusionspartners gerichtet. Ein Erwerb von Aktien in diesem Umfang wäre aktienrechtlich unzulässig, wenn es sich bei der NewCo im Zeitpunkt des Vollzugs des Übernahmevertrags um ein von dem deutschen Fusionspartner abhängiges Unternehmen handeln würde. In diesem Fall wäre der Erwerb der Anteile durch die NewCo als mittelbarer Rückerwerb eigener Aktien durch den Fusionspartner zu werten, der nach § 71d Satz 2 AktG den gleichen Beschränkungen wie der unmittelbare Erwerb eigener Aktien unterliegt. Ein Erwerb eigener Aktien ist aber nur unter den Voraussetzungen des § 71 Abs. 1 AktG und in den Grenzen des § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG, das heißt – von hier offensichtlich nicht vorliegenden Ausnahmefällen¹¹⁷ abgesehen – nur bis zu 10% des Grundkapitals zulässig. Diese Beteiligungsgrenze müsste für den Vollzug des Übernahmevertrags um ein Vielfaches überschritten werden.

¹¹⁷ Die Grenze von 10% darf nur in den Fällen des § 71 Abs. 1 Nr. 4-6 AktG überschritten werden.

I. Abhängigkeit nach § 17 Abs. 1 AktG

Zur Auslegung des Begriffs des abhängigen Unternehmens in § 71d Satz 2 AktG ist auf die allgemeine Definition des § 17 AktG zurückzugreifen.¹¹⁸ Nach § 17 Abs. 1 AktG sind abhängige Unternehmen rechtlich selbständige Unternehmen, auf die ein anderes Unternehmen – das herrschende Unternehmen – beherrschenden Einfluss ausüben kann.

Diese Voraussetzung ist erfüllt, wenn das herrschende Unternehmen die Führung der Geschäfte des abhängigen Unternehmens umfassend, das heißt nicht nur hinsichtlich einzelner Aspekte,¹¹⁹ bestimmen kann.¹²⁰ Ein beherrschender Einfluss in diesem Sinne ist insbesondere dann gegeben, wenn das herrschende Unternehmen die Möglichkeit hat, das Leitungsgremium des anderen Unternehmens mit seinen eigenen Leuten zu besetzen. Denn in diesem Fall ist davon auszugehen, dass sich das Leitungsgremium des abhängigen Unternehmens nach den Interessen des herrschenden Unternehmens richten wird.¹²¹

Die Erfüllung des Abhängigkeitstatbestands setzt nicht voraus, dass das herrschende Unternehmen seinen Einfluss tatsächlich ausübt. Die bloße Möglichkeit der Einflussnahme reicht aus. Sie muss jedoch beständig und gesellschaftsrechtlich vermittelt sein.¹²²

118 Cahn, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71d Rn. 32; Oechsler, in: MünchKommAktG, § 71d Rn. 23.

119 Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 17 AktG Rn. 9; Koch, in: Hüffer/Koch, AktG, § 17 Rn. 7.

120 Vgl. BGH, Urt. v. 15.12.2011 – I ZR 129/10, AG 2012, 594, 595; BGH, Beschl. v. 17.3.1997 – II ZB 3/96, BGHZ 135, 107, 114; Schall, in: Spindler/Stilz, AktG, § 17 Rn. 9; Koch, in: Hüffer/Koch, AktG, § 17 Rn. 6.

121 Vgl. OLG Düsseldorf, Beschl. v. 8.7.2003 – 19 W 6/00 AktE, AG 2003, 688; 689; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 7.5.2008 – VI-Kart 1/07 (V), AG 2008, 859, 860; OLG Karlsruhe, Beschl. v. 11.12.2003 – 12 W/11/02, AG 2004, 147, 148; OLG München, Beschl. v. 24.6.2008 – 31 Wx 83/07, AG 2008, 672, 673; Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 17 AktG Rn. 7; Koch, in: Hüffer/Koch, AktG, § 17 Rn. 5; Bayer, in: MünchKommAktG, § 17 Rn. 27; Raiser/Veil, Recht der Kapitalgesellschaften, § 59 Rn. 15.

122 BGH, Beschl. v. 17.3.1997 – II ZB 3/96, BGHZ 135, 107, 114; BGH, Urt. v. 15.12.2011 – I ZR 129/10, AG 2012, 594 Rn. 15; BGH, Urt. v. 26.3.1984 – II ZR 171/83, BGHZ 90, 381, 395 f.; Koch, in: Hüffer/Koch, § 17 AktG Rn. 6 und 8.

Beständig ist die Möglichkeit der Einflussnahme, wenn sie sich nicht nur zufällig aus den Besonderheiten einer bestimmten Situation ergibt, sondern rechtlich abgesichert und damit verlässlich ist.¹²³

Gesellschaftsrechtlich vermittelt¹²⁴ ist die Möglichkeit der Einflussnahme, wenn sie die Innenstruktur der Gesellschaft betrifft.¹²⁵ Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn sie sich aus Gesellschafterrechten oder aus einem Beherrschungsvertrag ergibt.¹²⁶ Über das Merkmal der gesellschaftsrechtlichen Vermittlung sollen externe Abhängigkeiten, die sich aus rein wirtschaftlichen Verflechtungen – z.B. mit Kreditgebern, Lieferanten oder Abnehmern – ergeben, aus dem Tatbestand der Abhängigkeit ausgeschlossen werden. Das Erfordernis der gesellschaftsrechtlichen Vermittlung wird aus dem systematischen Vergleich mit § 17 Abs. 2 AktG abgeleitet. Dort wird die Vermutung aufgestellt, dass ein Unternehmen, das im Mehrheitsbesitz eines anderen Unternehmens steht, von diesem abhängig ist. Diese Regelung belegt die gesetzgeberische Vorstellung, dass sich beherrschender Einfluss vor allem aus Gesellschafterrechten und den damit verbundenen Einflussmöglichkeiten ergibt.¹²⁷

Obwohl § 17 Abs. 1 AktG nur von *einem* anderen Unternehmen spricht, muss der beherrschende Einfluss nicht notwendigerweise von einem einzigen herrschenden Unternehmen ausgehen. Es können auch mehrere Unternehmen, die für sich betrachtet keinen beherrschenden Einfluss haben, ihren Einfluss bündeln, um gemeinsam beherrschenden Einfluss zu erlangen (sog. Mehrmütterherrschaft).¹²⁸ In einem solchen Fall ist das be-

123 Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 17 AktG Rn. 13; Koch, in: Hüffer/Koch, AktG, § 17 Rn. 7.

124 BGH, Urt. v. 26.3.1984 – II ZR 171/83, BGHZ 90, 381, 395 f.; BGH, Beschl. v. 17.3.1997 – II ZB 3/96, BGHZ 135, 107, 114; BGH, Urt. v. 15.12.2011 – I ZR 129/10, AG 2012, 594, 595; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 25.3.2009 – I 26 W 5/08 (AktE), AG 2009, 873, 874 f.; OLG Frankfurt, Beschl. v. 22.12.2003 – 19 U 78/03, AG 2004, 567, 568; Koch, in: Hüffer/Koch, AktG, § 17 Rn. 8; Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 17 AktG Rn. 14.

125 BGH, Urt. v. 26.3.1984 – II ZR 171/83, BGHZ 90, 381, 395 ff.; Koch, in: Hüffer/Koch § 17 AktG Rn. 8.

126 Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 17 AktG Rn. 14; Schall, in: Spindler/Stilz, AktG, § 17 Rn. 20 und 38.

127 BGH, Urt. v. 26.3.1984 – II ZR 171/83, BGHZ 90, 381, 395.

128 BGH, Urt. v. 4.3.1974 – II ZR 89/72, BGHZ 62, 193, 196 f.; BGH, Urt. v. 16.2.1981 – II ZR 168/79, BGHZ 80, 69, 73; Bayer, in: MünchKommAktG, § 17 Rn. 77 f.

herrschte Unternehmen von jedem einzelnen der Unternehmen abhängig, die gemeinsam beherrschenden Einfluss haben.¹²⁹

II. Fall der Fusion durch NewCo-Übernahme

Im Fall der Fusion durch NewCo-Übernahme ist keiner der Fusionspartner unmittelbar oder mittelbar an der NewCo beteiligt. Vielmehr werden die Anteile an der NewCo entweder von Zweckgesellschaften gehalten, deren Anteile in den Händen von Rechtsberatern der Fusionspartner liegen, oder von einer Stiftung, die mangels körperschaftlicher Struktur kein gesellschaftsrechtliches Band zu den Stiftern begründen kann.¹³⁰

Dies schließt die Möglichkeit eines gesellschaftsrechtlich vermittelten Einflusses der Fusionspartner auf die NewCo aber nicht von vornherein aus. Denn die zwischengeschalteten Zweckgesellschaften¹³¹ haben das Leitungsorgan der NewCo bereits vor Abgabe des Übernahmeangebots jeweils zur Hälfte mit Vertretern der beiden Fusionspartner besetzt¹³² und sollen ihre Stimmrechte allein im Interesse einer planmäßigen Durchführung der Transaktion einsetzen.¹³³

129 BGH, Urt. v. 4.3.1974 – II ZR 89/72, BGHZ 62, 193, 196; BGH, Urt. v. 16.2.1981 – II ZR 168/79, BGHZ 80, 69, 73 f.; *Bayer*, in: MünchKommAktG, § 17 Rn. 84; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 17 Rn. 14; *Emmerich*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 17 AktG Rn. 32.

130 Siehe oben S. 28 ff.

131 Dies gilt entsprechend für die Zwischenschaltung einer Stiftung.

132 Vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, S. 35: „Derzeit besteht der Linde PLC-Verwaltungsrat (*board of directors*) aus vier (4) Mitgliedern, von denen zwei (2) von Praxair und zwei (2) von der Linde AG ernannt wurden.“ (Hervorhebung im Original).

133 Vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, S. 43 f.: Die Gesellschafter der NewCo „werden ihre Stimmrechte an der Linde PLC [= NewCo] ausschließlich wie in dieser Angebotsunterlage beschrieben und dahingehend ausüben, es der Linde PLC und dem Linde PLC-Verwaltungsrat zu ermöglichen, ihre jeweiligen in dieser Angebotsunterlage und der Grundsatzvereinbarung [= Business Combination Agreement] übernommenen und dargestellten Pflichten zu erfüllen.“ Inwieweit dieses Verhalten rechtlich abgesichert ist, etwa durch entsprechende Verträge zwischen den Fusionspartnern und den Zweckgesellschaften, lässt sich den öffentlich zugänglichen Dokumenten nicht entnehmen.

1. NewCo als abhängiges Unternehmen

Aufgrund der paritätischen Besetzung der Leitungsorgane ist der deutsche Fusionspartner allein zwar nicht dazu in der Lage, die Geschäfte der NewCo umfassend zu bestimmen. Bei lebensnaher Betrachtung muss aber davon ausgegangen werden, dass die Vertreter der beiden Fusionspartner ihr Verhalten im Leitungsorgan der NewCo aufeinander abstimmen, so dass sie gemeinsam dazu in der Lage sind, deren Verhalten umfassend zu bestimmen. Dies würde für die Annahme eines Abhängigkeitsverhältnisses der NewCo von dem deutschen Fusionspartner genügen.

Da die auf diese Weise vermittelte Möglichkeit der Einflussnahme davon abhängt, dass das Leitungsorgan der NewCo mit Vertretern der Fusionspartner besetzt ist, ist sie allerdings nur dann als beständig anzusehen, wenn die Mitglieder dieses Gremiums nicht gegen den Willen der Fusionspartner abberufen werden können. Ob dies der Fall ist, hängt von der Ausgestaltung der Rechtsbeziehungen zu den Gesellschaftern der Zweckgesellschaften bzw. den Mitgliedern der Verwaltungsgremien der Stiftung ab. Soweit ersichtlich, ist der Wortlaut der diesbezüglichen Verträge in keinem der bisherigen Fälle öffentlich bekannt geworden.

Anhaltspunkte für den Inhalt dieser Verträge können sich allerdings aus den jeweiligen Angebotsunterlagen ergeben. Im Fall Linde/Praxair heißt es dazu, dass die Zweckgesellschaften ihre Gesellschafterrechte *ausschließlich* wie in der Angebotsunterlage beschrieben ausüben werden.¹³⁴ Damit wird zwar nicht explizit ein Weisungsrecht der Fusionspartner gegenüber den Gesellschaftern der Zweckgesellschaften in Bezug auf die Besetzung des Leitungsgremiums der NewCo begründet. Nach dem Inhalt der Angebotsunterlage ist dieses aber paritätisch mit Vertretern beider Fusionspartner besetzt. Würden die Gesellschafter der Zweckgesellschaften an diesem Zustand etwas ändern, würden sie ihre Gesellschafterrechte nicht mehr ausschließlich wie in der Angebotsunterlage beschrieben ausüben. Dies spricht dafür, dass die Gesellschafter der Zweckgesellschaften verpflichtet sind, die Zusammensetzung des Leitungsgremiums der NewCo nicht gegen den Willen der Fusionspartner zu verändern, und die sich für diese daraus ergebende Einflussmöglichkeit damit rechtlich gesichert ist.

Auch das Merkmal der gesellschaftsrechtlichen Vermittlung wäre in diesem Fall erfüllt, da sich die Möglichkeit der Einflussnahme aus der Organ-

¹³⁴ Vgl. den in Fn. 133 zitierten Text der Angebotsunterlage Linde/Praxair, Hervorhebung hier durch den Verfasser.

stellung der Vertreter der Fusionspartner ergäbe und durch die von den Zweckgesellschaften ausgeübten Gesellschafterrechte abgesichert wäre.

2. Teleologische Reduktion des § 71d Abs. 2 AktG

Geht man davon aus, dass die NewCo beim Vollzug des Übernahmangebots ein vom deutschen Fusionspartner abhängiges Unternehmen ist, läge damit – ausgehend vom Wortlaut des § 71d Satz 2 AktG – ein Verstoß gegen das sich aus § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG ergebende Verbot des Erwerbs von mehr als 10% der eigenen Aktien vor.

Es stellt sich allerdings die Frage, ob dieses Ergebnis auch dem Gesetzeszweck entspräche oder ob eine teleologische Reduktion des Anwendungsbereichs des § 71d Satz 2 AktG geboten wäre.

Die Regelung des § 71d Satz 2 AktG dient, mittlerweile den Vorgaben der Kapitalrichtlinie¹³⁵ folgend,¹³⁶ zum einen dem Erhalt des Kapitals der herrschenden Gesellschaft.¹³⁷ Aus der Sicht des herrschenden Unternehmens hat der Erwerb seiner Aktien durch das abhängige Unternehmen zur Folge, dass die seiner Beteiligungsquote entsprechende mittelbare Inhaberschaft an den Vermögensgegenständen, die als Gegenleistung für den Erwerb hingegeben werden, durch eine seiner Beteiligungsquote entsprechende mittelbare Beteiligung an sich selbst ersetzt wird. Da diese Beteiligung an sich selbst für das herrschende Unternehmen keinen eigenständigen wirtschaftlichen Wert hat, geht die Gegenleistung, die das abhängige Unternehmen für den Erwerb der Aktien zahlt, wirtschaftlich zu Lasten des Vermögens des herrschenden Unternehmens.¹³⁸

135 Richtlinie 77/91/EWG; mittlerweile konsolidiert als Richtlinie 2012/30/EU.

136 Das Aktiengesetz von 1965 unterwarf bereits in seiner ursprünglichen Fassung den Erwerb von Aktien des herrschenden Unternehmens durch ein abhängiges Unternehmen den Regelungen für den Erwerb eigener Aktien (vgl. § 71 Abs. 4 AktG urspr. F., dazu *Kropff*, Aktiengesetz, S. 92).

137 Dieser Zweck ergibt sich aus Erwägungsgrund 5 („Es ist daher notwendig, Unionsvorschriften zu erlassen, um das Kapital als Sicherheit für die Gläubiger zu erhalten, indem insbesondere [...] die Möglichkeit einer Gesellschaft, eigene Aktien zu erwerben, begrenzt wird.“) sowie aus Erwägungsgrund 7 der der Richtlinie 2012/30/EU, wonach es ein effektiver Schutz des Kapitals der Gesellschaft erfordert, die Beschränkungen des Verbots des Erwerbs eigener Aktien auf Tochtergesellschaften auszudehnen.

138 *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71d Rn. 2; *Oechsler*, in: MünchKommAktG, § 71d Rn. 21.

Zum anderen soll § 71d Satz 2 AktG verhindern, dass der Vorstand der herrschenden AG mittelbar Einfluss auf die Hauptversammlung der eigenen AG gewinnt und damit das aktienrechtliche Kompetenzgefüge in der Weise aushebelt, dass er sich einer Kontrolle durch seine Aktionäre entzieht.¹³⁹

Keiner dieser beiden Gesetzeszwecke wird bei der Fusion durch NewCo-Übernahme berührt.

Der Erhalt des Kapitals des deutschen Fusionspartners ist nicht gefährdet, weil dieser überhaupt keine Anteile an der NewCo hält, die er in seiner Bilanz auszuweisen hätte¹⁴⁰ und deren Wert durch den Erwerbsvorgang ausgehöhlt werden könnte. Abgesehen davon fehlt es auf Seiten der NewCo auch an einer Weggabe vorhandener Vermögensgegenstände. Denn als Gegenleistung für den Erwerb der Anteile am deutschen Fusionspartner gibt sie nur eigene junge Aktien aus, für die im Gegenzug die Aktien des deutschen Fusionspartners eingelegt werden.

Ebenso wenig droht die Gefahr, dass der Vorstand des deutschen Fusionspartners die Kontrolle über dessen Hauptversammlung erlangen könnte. Denn mit dem Erwerb der Aktien am deutschen Fusionspartner durch die NewCo kommt es anders als im Regelfall des § 71d Satz 2 AktG nicht zu einer wechselseitigen Beteiligung und den damit verbundenen Risiken für die aktienrechtliche Kompetenzordnung. Vielmehr kehrt sich das Beherrschungsverhältnis zwischen NewCo und deutschem Fusionspartner mit der Folge um, dass der deutsche Fusionspartner nicht mehr Einfluss auf die NewCo nehmen kann, sondern seinerseits von dieser beherrscht wird.

Die Gefahren, denen § 71d Satz 2 AktG und das dahinterstehende Richtlinienrecht begegnen sollen, können damit im Fall der Fusion durch NewCo-Übernahme gar nicht eintreten, sodass die sich aus § 71d Satz 2 AktG i.V.m. § 71 ff. AktG ergebenden Beschränkungen ihren Zweck gar nicht erfüllen könnten. § 71d Satz 2 AktG ist daher auf den Fall der Fusion durch NewCo-Übernahme nicht anzuwenden.

139 Cahn, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71d Rn. 2; Oechsler, in: MünchKommAktG, § 71d Rn. 21.

140 Vgl. § 266 Abs. 2 HGB i.V.m. § 271 Abs. 1 Satz 1 HGB, wonach die in die Bilanz aufzunehmenden Beteiligungen bestimmte *Anteile* an anderen Unternehmen sind.

B. Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat nach § 27 WpÜG

B. Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat nach § 27 WpÜG

Nach dem BCA sind die Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats des deutschen Fusionspartners gehalten, den Aktionären in der begründeten Stellungnahme nach § 27 WpÜG die Annahme des Übernahmevertrags zu empfehlen. Es fragt sich, ob sie hieran aufgrund von Interessenkonflikten gehindert sind, so dass eine solche Stellungnahme überhaupt nicht abgegeben werden darf.

I. Mögliche Quellen von Interessenkonflikten bei Fusion durch NewCo-Übernahme

Das Übernahmevertrag der NewCo ist das Ergebnis des zwischen den Fusionspartnern geschlossenen BCA, an dessen Aushandlung und Abschluss alle Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats in einer oder anderen Form beteiligt gewesen sein müssen. Selbst wenn die Aushandlung des Vertrags einzelnen Vorstandsmitgliedern überlassen worden sein sollte, hätte dessen Abschluss einen Beschluss des Gesamtvorstands erfordert. Denn der Zusammenschluss mit einem anderen Unternehmen stellt eine Maßnahme von solcher Tragweite dar, dass die Entscheidung darüber zum unveräußerlichen Kernbereich der nach § 76 Abs. 1 AktG dem Vorstand in seiner Gesamtheit¹⁴¹ obliegenden Leitungsaufgabe gehört.¹⁴²

Die Mitglieder des Aufsichtsrats waren nach § 111 Abs. 4 Satz 1 AktG zwar nicht unmittelbar an den Verhandlungen beteiligt. Bei einem Zusammenschlussvorhaben handelt es sich aber um eine für das Unternehmen besonders einschneidende Maßnahme, sodass der Vorstand dem Aufsichtsrat im Vorfeld des Vertragsschlusses anlassbezogene Sonderberichte erstatten muss (§ 90 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 AktG).¹⁴³ Abgesehen davon wird der Aufsichtsrat für ein Geschäft von solcher Bedeutung, wie sie ein Unternehmenszusammenschluss hat,¹⁴⁴ in aller Regel einen Zustimmungsvorbe-

141 Leitungsaufgaben sind Aufgaben des Gesamtorgans, *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 76 Rn. 8.

142 Vgl. zum Leitungsbegriff *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 76 Rn. 15 ff.; *Spindler*, in: MünchKommAktG, § 76 Rn. 15 ff.

143 Unternehmenszusammenschluss als eine besonders wichtige Maßnahme, vgl. nur *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 90 Rn. 28.

144 Nach der Regierungsbegründung sollen diejenigen Geschäfte, die „von existentieller Bedeutung für das künftige Schicksal der Gesellschaft sind“, zustim-

halt nach § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG angeordnet haben.¹⁴⁵ Es ist daher davon auszugehen, dass auch der Aufsichtsrat dem BCA in der Regel vorab zustimmt hat.

Außer durch die Mitwirkung an Aushandlung und Abschluss des BCA können sich für einzelne Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat Interessenkonflikte auch daraus ergeben, dass das Leitungsorgan der NewCo nach dem Vollzug des Übernahmevertrags zum Teil mit vormaligen Organmitgliedern des deutschen Fusionspartners besetzt wird.¹⁴⁶

II. Rechtliche Maßstäbe für die Behandlung von Interessenkonflikten

1. Gesetzliche Ausgangslage

Wie Mitglieder der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft mit Interessenkonflikten bei der Abgabe der Stellungnahme nach § 27 WpÜG umzugehen haben, ist im Gesetz nicht in allgemeiner Form geregelt. Es ergibt sich aber schon aus der Natur der Sache, dass diese der Mitwirkung an der Stellungnahme nicht per se entgegenstehen können.

Da die Mitglieder der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft damit rechnen müssen, dass der Bieter bei einem Erfolg des Übernahmevertrags auf eine Neubesetzung dieser Gremien hinwirken wird, sind sie von diesem Vorgang stets auch persönlich betroffen. Wenn der Gesetzgeber ihnen dennoch eine Pflicht zur Stellungnahme auferlegt, kommt darin die Erwartung zum Ausdruck, dass die Mitglieder der Verwaltungsorgane solche Interessenkonflikte grundsätzlich im Sinne des Gesellschaftsinteresses aufzulösen wissen und sie deshalb nicht von den Beratungen oder von der Be schlussfassung über die Stellungnahme ausgeschlossen werden müssen.

Dies wird durch die Regelung bestätigt, die das Gesetz für den Fall getroffen hat, dass Mitglieder der Verwaltungsorgane – wie im Regelfall¹⁴⁷ – selbst Aktien der Zielgesellschaft halten und sich aus diesem Grund in

mungspflichtig sein, vgl. BegrRegE zum TransPuG, BT-Drs. 14/8789, S. 17; ausführlich dazu *Fleischer*, BB 2013, 835, 839 ff.

145 Der Aufsichtsratspraxis wird geraten, jedenfalls für den Erwerb wesentlicher Beteiligungen einen Zustimmungsvorbehalt vorzusehen, vgl. *Rodewig*, in: *Semler/v. Schenk*, Arbeitshandbuch für Aufsichtsratsmitglieder, § 8 Rn. 47 – Für Unternehmenszusammenschlüsse gilt dies erst recht.

146 Vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, Anhang 3, S. 253 ff.

147 Aktienoptionen sind typischerweise Teil der Vorstandsvergütung, vgl. *Fleischer*, in: *Spindler/Stilz*, AktG, § 87 Rn. 42.

einem zumindest abstrakten Zielkonflikt befinden.¹⁴⁸ Nach § 27 Abs. 1 Nr. 4 WpÜG haben die betreffenden Organmitglieder in der Stellungnahme anzugeben, ob sie beabsichtigen, diese von ihnen selbst gehaltenen Aktien in das Übernahmeverbot einzuliefern. Weitergehende Konsequenzen sieht das Gesetz nicht vor. Daran zeigt sich, dass der Gesetzgeber den mit solchen Interessenkonflikten verbundenen Gefahren nicht durch Mitwirkungsverbote begegnen will, sondern Offenlegungspflichten für ausreichend hält.

Dieser Befund deckt sich mit der aktienrechtlichen Rechtslage, nach der Organmitglieder grundsätzlich Doppelmandate haben können, obwohl auch diese zu Interessenkonflikten führen können.¹⁴⁹

2. Rechtsfolge abhängig vom Grad des Konflikts

Auch bei anderen Interessenkonflikten als dem in § 27 Abs. 1 Nr. 4 WpÜG speziell geregelt wird in der Literatur eine Verpflichtung des davon betroffenen Organmitglieds angenommen, diese dem Gesamtorgan anzuzulegen und in der Stellungnahme nach § 27 WpÜG offenzulegen.¹⁵⁰ Jedenfalls bei schwachen Interessenkonflikten soll es bei der dadurch hergestellten Transparenz sein Bewenden haben.¹⁵¹

Intensivere Interessenkonflikte, bei denen mit der Möglichkeit gerechnet werden muss, dass das Organmitglied bei der Stimmabgabe über die Stellungnahme Eigen- oder Drittinteressen nachgeben wird, sollen nach einzelnen Stimmen im Schrifttum ein Stimmverbot des betroffenen Organmitglieds bei der Beschlussfassung zur Folge haben.¹⁵² Dies soll zum

148 Leyendecker-Langner, NZG 2016, 1213, 1214.

149 Leyendecker-Langner, NZG 2016, 1213, 1214; zur Zulässigkeit von Doppelmandaten im Vorstand BGH, Urt. v. 9.3.2009 – II ZR 170/07, BGHZ 180, 105 Rn. 14 ff. – *Vorstandsdoppelmandat*; grundsätzlich gilt dies auch für den Aufsichtsrat, vgl. Spindler, in: Spindler/Stilz, AktG, § 116 Rn. 97.

150 Wackerbarth, in: MünchKommAktG, § 27 WpÜG Rn. 11; Harbarth, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 27 Rn. 37; Steinmeyer, in: Steinmeyer, WpÜG, § 27 Rn. 19.

151 Leyendecker-Langner, NZG 2016, 1213, 1215 f.; wohl anders Hopt, ZGR 2002, 333, 371 ff., der ohne Differenzierung nach dem Grad des Interessenkonflikts von einem Stimmverbot ausgeht, aber offenbar schwerwiegende Interessenkonflikte vor Augen hat. Bei schwachen Interessenkonflikten ist auch aufgrund der gesetzgeberischen Wertung in § 27 Abs. 1 Nr. 4 WpÜG davon auszugehen, dass das Organmitglied den Interessenkonflikt im Sinne des Gesellschaftsinteresses auflösen wird.

152 Leyendecker-Langner, NZG 2016, 1213, 1216.

Beispiel in der Situation gelten, dass ein Organmitglied der Zielgesellschaft zugleich eine verantwortungsvolle Geschäftsführungsposition beim Bieter innehat und damit Einfluss auf die Steuerung der Übernahme nehmen kann.¹⁵³ Die herrschende Meinung nimmt dagegen an, dass dem betreffenden Organmitglied zwar das Recht zustehe, an der Beschlussfassung teilzunehmen, es hierzu aber nicht verpflichtet sei.¹⁵⁴

Noch weitergehend wird die Auffassung vertreten, dass es Extremfälle gebe, in denen ein Interessenkonflikt so schwerwiege, dass das betreffende Organmitglied auch von den Beratungen über die Stellungnahme ausgeschlossen werden müsse.¹⁵⁵ Ein solcher Fall soll vor allem dann vorliegen, wenn einzelne oder alle Organmitglieder der Zielgesellschaft mit dem Bieter wirtschaftlich identisch sind (*Management Buy Out*).¹⁵⁶

III. Interessenkonflikte bei der Fusion durch NewCo-Übernahme

Auch bei Anlegung der strengereren der soeben skizzierten Maßstäbe ist der Umstand allein, dass die Mitglieder der Verwaltungsorgane am Abschluss des BCA und damit am Zustandekommen des Übernahmeangebots beteiligt waren, nicht geeignet, ein Mitwirkungsverbot bei der Abgabe der Stellungnahme nach § 27 WpÜG zu begründen.

Auf den ersten Blick könnte es zwar den Anschein haben, als würde sich ein Organmitglied durch ein kritisches oder gar ablehnendes Votum zu dem Übernahmeangebot in Widerspruch zu seinem eigenen Vorverhalten setzen. Eine solche Wertung würde aber zum einen die Tatsache außer Acht lassen, dass zwischen der Beschlussfassung über das BCA und der Stellungnahme nach § 27 WpÜG ein erheblicher Zeitraum liegen kann, in

153 Leyendecker-Langner, NZG 2016, 1213, 1216.

154 Vgl. etwa Harbarth, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 27 Rn. 31; ferner Steinmeyer, in: Steinmeyer, WpÜG, § 27 Rn. 20 und Goslar, in: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht, § 22 Rn. 42, welche darauf hinweisen, dass sich Organmitglieder in Fällen von Interessenkonflikten häufig ihrer Stimme enthalten, sofern ihre Zustimmung nicht zur Einhaltung des dispositiven Einstimmigkeits erforderisses des § 77 Abs. 1 S. 1 AktG erforderlich ist. Diese Praxis wird von der BaFin akzeptiert, vgl. Krause/Pötzsch, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 27 Rn. 37.

155 Ausschluss ist *ultima ratio*, Diekmann/Fleischmann, AG 2013, 141, 146 f.; vgl. auch U.H. Schneider, FS Goette, S. 475, 483; a.a. Steinmeyer, in: Steinmeyer, WpÜG, § 27 Rn. 19; Harbarth, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 27 Rn. 31; Goslar, in: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht, § 22 Rn. 42.

156 Leyendecker-Langner, NZG 2016, 1213, 1216.

dem sich die für die Beurteilung des Umtauschangebots maßgebenden Tatsachen verändert haben können. Zum anderen würde sie den Umstand übersehen, dass das Stimmverhalten der einzelnen Organmitglieder bei der Beschlussfassung über das BCA deren Geheimhaltungspflicht unterliegt.¹⁵⁷ Da somit bei Abgabe der Stellungnahme nach § 27 WpÜG nicht bekannt ist, wie sich die einzelnen Organmitglieder bei der Beschlussfassung verhalten haben, brauchen diese auch nicht zu befürchten, sich für einen eventuellen Sinneswandel rechtfertigen zu müssen.

Eine andere Beurteilung könnte jedoch in Bezug auf den Interessenkonflikt geboten sein, in dem sich diejenigen Organmitglieder befinden, die für Positionen im Leitungsorgan der NewCo vorgesehen sind. Sie haben ein persönliches Interesse am Vollzug des Übernahmevertrags, das sie in Konflikt zu den ihnen bei der Abgabe der Stellungnahme obliegenden Pflichten bringen kann. Dieser Interessenkonflikt ist in der Stellungnahme nach § 27 WpÜG offenzulegen.

Fraglich ist, ob dieser Konflikt so schwerwiegend ist, dass die betroffenen Organmitglieder nach der strengerer Literaturauffassung auch von der Mitwirkung an der Beschlussfassung über die Stellungnahme auszuschließen sind. Dies dürfte jedenfalls insoweit anzunehmen sein, als den betreffenden Organmitgliedern die Übertragung entsprechender Führungspositionen nicht nur in Aussicht gestellt worden ist, sondern sie nach den zwischen den Fusionspartnern getroffenen Absprachen fest damit rechnen können, nach Vollzug des Übernahmevertrags in das Leitungsorgan der NewCo berufen zu werden. Dieser Fall ist dem gleichzusetzen, dass die Organmitglieder bereits Führungspositionen beim Bieter innehaben. Die betroffenen Organmitglieder sind daher nach der strengerer Auffassung von der Beschlussfassung über die Stellungnahme ausgeschlossen, nach der herrschenden Meinung steht es ihnen dagegen frei, sich an der Beschlussfassung zu beteiligen.

C. Ergebnis

Die NewCo ist selbst dann nicht daran gehindert, die Anteile des deutschen Fusionspartners zu erwerben, wenn sie zu dem Zeitpunkt, zu dem

¹⁵⁷ Vgl. § 93 Abs. 1 Satz 3, § 116 Satz 1 AktG. Von der Geheimhaltungspflicht sind insbesondere der Verlauf und die Ergebnisse der Sitzungen des Vorstands und des Aufsichtsrats umfasst, vgl. BGH, Urt. v. 5.6.1975 – II ZR 156/73, BGHZ 64, 325, 332; *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 93 Rn. 164.

das Übernahmeangebot vollzogen wird, ein vom deutschen Fusionspartner abhängiges Unternehmen ist.

Diejenigen Organmitglieder, die nach Vollzug des Zusammenschlusses für Positionen im Leitungsorgan der NewCo vorgesehen sind, dürfen nach der strengen Literaturauffassung an der Beschlussfassung über die Stellungnahme nach § 27 WpÜG nicht mitwirken, nach der herrschenden Meinung steht es ihnen frei, sich an der Beschlussfassung zu beteiligen. Bei allen anderen Organmitgliedern liegt kein Interessenkonflikt vor, der zu einem Mitwirkungsverbot führen könnte. Damit sind Vorstand und Aufsichtsrat des deutschen Fusionspartners auch nach der strengen Literaturauffassung nicht insgesamt an der Abgabe einer das Angebot empfehlenden Stellungnahme gehindert.

Der beschriebenen Transaktion stehen damit – vorbehaltlich einer Kompetenz der Hauptversammlung – keine zwingenden Regelungen des Aktien- und Übernahmerechts entgegen.