

Konstantin Horn

Fusion durch NewCo-Übernahme

Hauptversammlungskompetenz für den Merger of Equals
unter börsennotierten Aktiengesellschaften



Nomos

**Schriften zum Gesellschafts-,
Bank- und Kapitalmarktrecht**

Herausgegeben von

Prof. Dr. Gregor Bachmann, Humboldt Universität zu Berlin

Prof. Dr. Matthias Casper, Universität Münster

Prof. Dr. Carsten Schäfer, Universität Mannheim

Prof. Dr. Rüdiger Veil, LMU München

Band 84

Konstantin Horn

Fusion durch NewCo-Übernahme

Hauptversammlungskompetenz für den Merger of Equals
unter börsennotierten Aktiengesellschaften



Nomos

Die Open-Access-Veröffentlichung der elektronischen Ausgabe dieses Werkes wurde ermöglicht mit Unterstützung durch einen Druckkostenzuschuss des Max-Planck-Instituts für ausländisches und internationales Privatrecht sowie durch einen Zuschuss der Max Planck Digital Library.

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: München, LMU, Diss., 2020

1. Auflage 2020

© Konstantin Horn

Publiziert von
Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG
Walzseestraße 3-5 | 76530 Baden-Baden
www.nomos.de

Gesamtherstellung:
Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG
Walzseestraße 3-5 | 76530 Baden-Baden

ISBN (Print): 978-3-8487-7716-7
ISBN (ePDF): 978-3-7489-2109-7

DOI: <https://doi.org/10.5771/9783748921097>



Onlineversion
Nomos eLibrary



Dieses Werk ist lizenziert unter einer Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz.

Meinen Eltern

Vorwort

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München hat diese Arbeit im Sommersemester 2020 als Dissertation angenommen. Sämtliche Nachweise befinden sich auf dem Stand von März 2020.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Rüdiger Veil, der die Anregung zu dem Thema der Arbeit gegeben und deren Entstehung betreut und gefördert hat. Herrn Prof. Dr. Mathias Habersack danke ich für die zügige Erstattung des Zweitgutachtens.

Herrn Prof. Dr. Holger Fleischer danke ich für die Möglichkeit, die Arbeit während meiner Zeit als wissenschaftlicher Assistent am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht unter den denkbar besten Bedingungen fertigzustellen.

Für die Aufnahme der Arbeit in diese Schriftenreihe bin ich neben meinem Doktorvater den Mitherausgebern, Herrn Prof. Dr. Gregor Bachmann, Herrn Prof. Dr. Matthias Casper und Herrn Prof. Dr. Carsten Schäfer, zu Dank verpflichtet.

Hamburg, im Juli 2020

Konstantin Horn

Alle zitierten Internetseiten wurden am 8. März 2020 zum letzten Mal abgerufen.

Hinischlich der verwendeten Abkürzungen wird auf Kirchner, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 9. Aufl. 2018, verwiesen.

Zusätzlich werden folgende Definitionen eingeführt:

- Die Angebotsunterlage zu dem freiwilligen öffentlichen Übernahmeantrag (Tauschangebot) der Linde plc für die Anteile der Linde Aktiengesellschaft vom 15. August 2017 wird als „*Angebotsunterlage Linde/Praxair*“ bezeichnet.
- Die Angebotsunterlage zu dem freiwilligen öffentlichen Übernahmeantrag (Tauschangebot) der HOLDCO123 plc für die Anteile der Deutsche Börse Aktiengesellschaft vom 1. Juni 2016 wird als „*Angebotsunterlage Deutsche Börse/LSE*“ bezeichnet.
- Die Angebotsunterlage zu dem freiwilligen öffentlichen Übernahmeantrag (Tauschangebot) der Alpha Beta Netherlands Holding N.V. für die Anteile der Deutsche Börse Aktiengesellschaft vom 4. Mai 2011 wird als „*Angebotsunterlage Deutsche Börse/NYSE*“ bezeichnet.

Alle drei Angebotsunterlagen sind in der Online-Datenbank der BaFin abrufbar.

Inhaltsverzeichnis

Einführung	19
A. Gegenstand der Untersuchung	19
B. Fragestellung	20
C. Gang der Untersuchung und Themeneingrenzung	23
Kapitel 1 – Überblick über die Gestaltung der Transaktion	25
A. Holdingmodell als Zielstruktur	25
I. Allgemeine Vorteile der Management-Holding-Struktur	26
II. Besondere Vorteile bei der Fusion durch NewCo-Übernahme	27
B. Überblick über den rechtstechnischen Ablauf der Transaktion	28
I. Errichtung der NewCo	28
II. Einbringung der Anteile der Fusionspartner in die NewCo	30
1. Deutscher Fusionspartner: Übernahmetauschangebot gemäß §§ 29 ff. WpÜG und Konzernintegration	30
a) Mindestannahmeschwelle	30
b) Maßnahmen der Konzernintegration	32
aa) Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag	32
bb) Ausschluss verbliebener Minderheitsaktionäre	33
(1) Beteiligung von mindestens 95% des Grundkapitals: übernahmerechtlicher oder aktienrechtlicher Squeeze-Out	34
(2) Beteiligung von mindestens 90% des Grundkapitals: umwandlungsrechtlicher Squeeze-Out	37
2. Ausländischer Fusionspartner	38
III. Umtauschverhältnis	39
IV. Vollzugsbedingungen	40
C. Das Business Combination Agreement	41
D. Börsenhandel mit den Anteilen am deutschen Fusionspartner	42
I. Einbuchung in eigene Wertpapierkennung	42
II. Auswirkungen auf Indizes	44

Inhaltsverzeichnis

Kapitel 2 – Allgemeine rechtliche Zulässigkeit der Gestaltung	46
A. Verbotener Rückerwerb eigener Aktien?	46
I. Abhängigkeit nach § 17 Abs. 1 AktG	47
II. Fall der Fusion durch NewCo-Übernahme	49
1. NewCo als abhängiges Unternehmen	50
2. Teleologische Reduktion des § 71d Abs. 2 AktG	51
B. Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat nach § 27 WpÜG	53
I. Mögliche Quellen von Interessenkonflikten bei Fusion durch NewCo-Übernahme	53
II. Rechtliche Maßstäbe für die Behandlung von Interessenkonflikten	54
1. Gesetzliche Ausgangslage	54
2. Rechtsfolge abhängig vom Grad des Konflikts	55
III. Interessenkonflikte bei der Fusion durch NewCo- Übernahme	56
C. Ergebnis	57
Kapitel 3 – Alternative Gestaltungsmöglichkeiten	59
A. Anwendbarkeit des Umwandlungsgesetzes auf grenzüberschreitende Verschmelzungen	60
I. Das Gesellschaftsstatut	61
II. Anknüpfung der grenzüberschreitenden Verschmelzung	63
III. Zulässigkeit grenzüberschreitender Verschmelzungen nach deutschem Sachrecht	66
1. Erstreckung der §§ 122a ff. UmwG aufgrund völkervertraglicher Vereinbarung?	66
2. Allgemeine Regelungen des UmwG	68
a) Restriktive Auffassung: Verbot von grenzüberschreitender Verschmelzung außerhalb des Anwendungsbereichs der §§ 122a ff. UmwG	68
b) Extensive Auslegung: Grundsätzliche Möglichkeit grenzüberschreitender Verschmelzung außerhalb des Anwendungsbereichs der §§ 122a ff. UmwG	69
IV. Zwischenergebnis	70
B. Transaktionsrisiken im Rahmen der §§ 122a ff. UmwG	71
I. Anfechtungsrisiko	71
1. Grundsatz: Beschränkung der Anfechtungsmöglichkeit	71
2. Grenzüberschreitende Verschmelzung	72

Inhaltsverzeichnis

II. Nachbewertungsrisiko im Spruchverfahren	73
III. Praktische Bedeutung der harmonisierten Verschmelzungsvorschriften	75
IV. Reform der grenzüberschreitenden Verschmelzung	76
1. Änderung der Richtlinie (EU) 2017/1132	76
2. Bewertung der Reform	80
C. Zusammenschluss durch Gründung einer Europäischen Gesellschaft (SE)	81
I. Verfahrensablauf	82
II. Transaktionsrisiken	83
D. Vorteile der Fusion durch NewCo-Übernahme	84
Kapitel 4 – Geschriebene Hauptversammlungskompetenzen	85
A. Notwendigkeit einer umgekehrten Konzernklausel	85
I. Strohns Ansicht	85
II. Auffassung des Landgerichts München I	89
III. Stellungnahme	89
1. Unternehmensgegenstand und Leitungsauftrag des Vorstands	91
a) Begriff des Unternehmensgegenstands	91
b) Funktionen des Unternehmensgegenstands	92
2. Konzernrechtliche Implikationen des Unternehmensgegenstands	94
3. Konsequenzen für BCA bei Fusion durch NewCo-Übernahme	98
IV. Ergebnis	100
B. „Verdeckter“ Beherrschungsvertrag	100
Kapitel 5 – Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen nach Holzmüller und Gelatine	103
A. Ausgangspunkt: § 119 Abs. 1 AktG	104
B. Vorgeschichte	106
C. Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs	109
I. Holzmüller	109
1. Sachverhalt	109
2. Kernaussagen der Entscheidung	110

Inhaltsverzeichnis

3. Reaktionen	113
II. Macrotron	117
1. Sachverhalt	117
2. Kernaussagen der Entscheidung	117
3. Reaktionen	118
III. Gelatine	119
1. Sachverhalt	119
2. Kernaussagen der Entscheidung	120
3. Reaktionen	124
IV. Weitere BGH-Entscheidungen	126
1. Stuttgarter Hofbräu	126
2. Commerzbank/Dresdner Bank	127
3. Frosta	127
V. Zusammenfassung: Ungeschriebene	
Hauptversammlungskompetenzen nach dem Konzept des	
BGH	128
1. Maßnahmen mit Mediatisierungseffekt	128
a) Qualitative Voraussetzungen	129
b) Quantitatives Element	130
2. Maßnahmen ohne Mediatisierungseffekt	131
3. Rechtsfolge	133
D. Umgang mit den Holzmüller-Grundsätzen	134
I. Besondere Bedeutung höchstrichterlicher Rechtsprechung	
im Gesellschaftsrecht	135
II. Fehlen überlegener Alternativkonzepte	136
E. Anknüpfungspunkt für die Anwendung der Holzmüller/Gelatine-	
Grundsätze	137
Kapitel 6 – Beeinträchtigung der Aktionäre	141
A. Beeinträchtigung der Rechte der tauschenden Aktionäre:	
Mediatisierungseffekt?	141
I. Qualitatives Element	141
1. Mediatisierung nach oben	141
2. Individualrechtlicher oder organisationsrechtlicher	
Ansatz?	142
a) Holzmüller-Entscheidung	143
b) Gelatine-Entscheidungen	146
c) Delisting-Entscheidungen	147
3. Notwendigkeit einer Vermögensverschiebung?	148

4. Zwischenergebnis	150
II. Quantitatives Element	150
B. Beeinträchtigung der nicht tauschenden Aktionäre:	
Konzernierung	151
I. Fehlender Konzerneingangsschutz als Argument gegen Hauptversammlungskompetenz?	152
II. Maßstab	154
III. Folgen der Abhängigkeit	155
1. Veränderung der innergesellschaftlichen Willensbildung durch Eintritt eines Mehrheitsaktionärs	155
2. Abhängigkeit von einem anderen Unternehmen	156
3. Bewertung des Schutzsystems der §§ 311 ff. AktG	159
4. Eingriff in die Mitgliedschaftsrechte der Minderheitsaktionäre?	165
5. Faktische Konzernierung als bloßes Durchgangsstadium	171
IV. Ergebnis	172
Kapitel 7 – Zurechnung der Beeinträchtigung	173
A. Maßstab	173
I. Fehlender „Eingriff“ in die Rechte der Aktionäre wegen deren mehrheitlicher Zustimmung zum Übernahmeangebot?	173
II. Aufrechterhaltung des Zurechnungszusammenhangs trotz Mitwirkung eines Dritten	175
III. Ableitung eines Vergleichsmaßstabs für die Zurechnung der Fusionsfolgen	177
B. Informationslage der Aktionäre	178
I. Information im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot	179
1. Die Angebotsunterlage	179
a) Inhalt der Angebotsunterlage	179
aa) Angaben zur Geschäftstätigkeit	179
bb) Angaben zur Festsetzung der Gegenleistung	180
cc) Angaben zum BCA	182
dd) Wertpapierprospekt	182
b) Kontrolle der und Haftung für die Angebotsunterlage	183
2. Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat	183
a) Stellungnahme an sich	183

Inhaltsverzeichnis

b) Fairness Opinions	185
3. Entwicklung des Börsenkurses der zum Umtausch eingereichten Aktien während des Übernahmeangebots	187
II. Information im Zusammenhang mit einem zusätzlichen Hauptversammlungsbeschluss	188
1. Vorstandsbericht	189
a) Rechtsgrundlage: Gesamtanalogie	190
b) Übertragbarkeit des Rechtsgedankens	192
c) Inhalt des Berichts	193
d) Fall der Fusion durch NewCo-Übernahme	194
2. Prüfung des Fusionsvorhabens	197
3. Bekanntmachung des wesentlichen Inhalts des BCA	198
4. Auslegung des BCA und Zusendung auf Verlangen	199
5. Auskunftsanspruch der Aktionäre	201
a) Inhalt und Grenzen des Auskunftsanspruchs	201
b) Weitergehende Informationen	202
III. Vergleich der Informationslagen	205
1. Gegenstand der Informationsmechanismen	205
a) Wirtschaftlicher Hintergrund der Transaktion	205
b) Business Combination Agreement	206
c) Höhe der Gegenleistung	207
2. Kontrollmechanismen	208
C. Ablauf der Willensbildung	209
I. Für die Entscheidungsfindung maßgebliche Gesichtspunkte	209
II. Koordinationsmöglichkeiten	210
III. Maß der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre	213
1. Gefangenendilemma	213
a) Auftreten des Gefangenendilemmas in der ursprünglichen und in der verlängerten Annahmefrist	214
b) Grundsätzlich keine Auswirkungen auf die Willensbildung hinsichtlich des Zusammenschlusses	215
c) Verkaufsdruck bei Herabsetzung der Mindestannahmeschwelle unter 75%	216
2. Die Rolle der Indexfonds	216
3. Bewertung	218
a) Notwendigkeit einer einfachen Kapitalmehrheit ist sichergestellt	218

b) Verhalten der Indexfonds	219
aa) Anreize für verwaltungskonformes Stimmverhalten?	219
bb) Geringes Interesse an der informierten Ausübung des Stimmrechts	221
D. Kontrolle des Umtauschverhältnisses	224
I. Kontrolle des Umtauschverhältnisses beim Übernahmeangebot	224
II. Kontrolle des Umtauschverhältnisses bei Hauptversammlungsbeschluss	225
1. Angemessenheit des Umtauschverhältnisses in Fällen der Verschmelzung	226
a) Anteiliger Fundamentalwert	226
b) Ausreichende Richtigkeitsgewähr bei der Konzentrationsverschmelzung?	228
c) Schutz des Deinvestitionswerts – Börsenkurs als Untergrenze?	232
d) Zwischenergebnis	236
2. Voraussetzungen der Analogie	236
a) Nicht tauschende Aktionäre	236
b) Tauschende Aktionäre	237
aa) Keine verfassungsrechtlichen Vorgaben	237
(1) Freiwilliger Verlust	238
(2) Gewährleistung von Deinvestitionsschutz	239
III. Zwischenergebnis	240
E. Zusammenfassende Bewertung	241
I. Informationslage	241
II. Willensbildung	242
III. Kontrolle des Umtauschverhältnisses	243
IV. Gesamtergebnis	243
Zusammenfassung und Thesen	245
Literaturverzeichnis	249

