Kapitel 7 – Zurechnung der Beeinträchtigung

Wie sich im bisherigen Gang der Untersuchung gezeigt hat, entsprechen die Wirkungen, die die Fusion durch NewCo-Übernahme auf die Rechtsstellung der Aktionäre des deutschen Fusionspartners hat, denjenigen eines tiefen Eingriffs im Sinne der Holzmüller/Gelatine-Grundsätze. Im Unterschied zu den bisher vom BGH entschiedenen Fällen wird diese Veränderung vom Vorstand allerdings nicht einseitig, sondern unter Mitwirkung der Aktionäre herbeigeführt. Es stellt sich deshalb die Frage, ob das Ergebnis des Vorgangs dem ihn in Gang setzenden Verhalten des Vorstands oder dem ihn abschließenden Verhalten der Aktionäre zuzurechnen ist. Nur im ersten Fall wäre es gerechtfertigt, schon das initiale Handeln des Vorstands – also den Abschluss des BCA – von der vorherigen Zustimmung der Aktionäre in Form eines Hauptversammlungsbeschlusses abhängig zu machen. Für die Beantwortung dieser Zurechnungsfrage gilt es einen Maßstab zu entwickeln.

A. Maßstab

I. Fehlender „Eingriff" in die Rechte der Aktionäre wegen deren mehrheitlicher Zustimmung zum Übernahmeangebot?

Die Stellungnahmen, die sich bisher in Literatur und Rechtsprechung zur Hauptversammlungskompetenz bei einer Fusion durch NewCo-Übernahme finden, beziehen sich zwar nicht explizit auf die Zurechnungsfrage in der Form, wie sie hier gestellt wird. Die Konsequenzen, die sich aus der Mitwirkung der Aktionäre am Vollzug des Übernahmeangebots ergeben, werden aber regelmäßig diskutiert. Zumeist wird daraus der Schluss auf das Fehlen einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz gezogen.

Zur Begründung wird geltend gemacht, dass die maßgeblichen Entscheidungen, die zur Neuordnung der Gesellschaftsstruktur führten, nicht auf der Ebene der Geschäftsleitung, sondern auf der Ebene der Eigentümer getroffen würden. Zwar werde die Veränderung von der Geschäftsleitung initiiert und der Aktionsfahrplan dafür von ihr entworfen. Abgesehen von der Gründung der NewCo würden von ihr aber keine eigenen Entschei-

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

dungen getroffen. Die Entscheidung über den weiteren Verfahrensgang liege allein in der Hand der Aktionäre, in die sie nach der Holzmüller/Gelatine-Rechtsprechung auch gehöre.[667] Da der Erfolg des Übernahmeangebots davon abhänge, dass eine qualifizierte Mehrheit der Aktionäre ihre Aktien einliefere, und sich der Vorstand somit nicht über eine Kapitalmehrheit hinwegsetzen könne, handele es sich nicht um eine „einsame Vorstandsentscheidung"[668], die „über die Köpfe der Aktionäre hinweg"[669] getroffen werde.[670]Vielmehr führten die Aktionäre den Zusammenschluss selbst herbei. Von einem „Eingriff" in ihre Rechte könne daher keine Rede sein.[671]

Dass diese Mehrheit für den Zusammenschluss nicht durch Stimmabgabe in der Hauptversammlung, sondern durch „Abstimmung mit den Füßen" im Übernahmeangebot zustande komme, sei unerheblich.[672] Denn aus der Holzmüller/Gelatine-Rechtsprechung ergebe sich nur, dass die Aktionäre *überhaupt* an grundlegenden Entscheidungen in der Gesellschaft beteiligt werden müssten. *Wie* diese Beteiligung zu erfolgen habe, sei damit aber noch nicht entschieden. Die Beschlussfassung durch die Hauptversammlung sei in den Entscheidungen des BGH nur deshalb gefordert worden, weil eine Beteiligung der Aktionäre in anderer Form gar nicht in

667 *Koch*, ZGR 2019, 588, 611.

668 *Seidel/Kromer*, AG 2019, 206, 208.

669 *Seidel/Kromer*, AG 2019, 206, 208; *Stöcker,* Internationale Unternehmenszusammenschlüsse, S. 122; *Wilsing*, FS Marsch-Barner, S. 595, 602.

670 OLG Frankfurt, Urt. v. 1.10.2013 – 5 U 214/12, NZG 2014, 1017, 1019 – *Deutsche Börse*; *Stöcker*, Rechtsfragen grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse, S. 122; *Goslar*, EWiR 2019, 171, 172; *Decher*, FS Lutter, S. 1209, 1224; *Rosengarten*, Liber Amicorum Buxbaum, S. 445, 458; *Reichert*, in: MünchHdbGesR, Bd. 6, § 62 Rn. 46; *Spindler*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 40a; *Reichert*, in: Semler/Volhard, Arbeitshandbuch Unternehmensübernahmen, § 17 Rn. 62; jeweils spezifisch in Bezug auf das der Fusion vorangehende BCA: *Decher*, FS Hüffer, S. 145, 153 f.; *Oppenhoff*, in: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht, § 9 Rn. 45; in diesem Sinne auch *Koch,* ZGR 2019, 588, 613.

671 *Schmolke*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2018, S. 137 Rn. 35; ähnlich nunmehr auch *Koch,* ZGR 2019, 588, 611 und 615.

672 Bündig *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, Vor § 311 AktG Rn. 45a: „die autonome Entscheidung des Aktionärs kompensiert auch insoweit ein kollektives Mitspracherecht der Aktionärsgesamtheit".

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Betracht gekommen sei.[673] Im Fall des Übernahmeangebots lägen die Verhältnisse indessen anders. Die Entscheidung über dessen Annahme oder Nichtannahme gewähre den Aktionären sogar eine viel wirksamere Möglichkeit der Einflussnahme als ein Hauptversammlungsbeschluss. Während der Vorstand an einen negativen Hauptversammlungsbeschluss im Außenverhältnis nicht gebunden (§ 82 Abs. 1 AktG) sei, entscheide die Reaktion der Aktionäre auf das Übernahmeangebot unmittelbar über den Erfolg der Transaktion: Diese werde nur dann vollzogen, wenn eine ausreichend große Zahl von Aktionären ihre Aktien einliefere.[674]

II. Aufrechterhaltung des Zurechnungszusammenhangs trotz Mitwirkung eines Dritten

Die Überlegung, dass von einem „Eingriff" keine Rede sein könne, wenn die Transaktion durch eine freiwillige Umtauschentscheidung der Aktionäre vollzogen werde, wird von *Koch* auch mit einer Parallele zu dem deliktsrechtlichen Grundsatz begründet, dass die eigenverantwortliche Handlung des Geschädigten die Kausalität einer fremden Verletzungshandlung durchbreche.[675] Der Grundsatz, dass das Ergebnis eines schädigenden Kausalverlaufs demjenigen, der ihn in Gang gesetzt hat, nicht mehr zugerechnet werden kann, wenn er erst durch ein willentliches Verhalten des Geschädigten vollendet wird, gilt indessen nicht uneingeschränkt.

Im Deliktsrecht ist seit langem anerkannt, dass jemand, der durch vorwerfbares Tun einen anderen zu selbstgefährdendem Verhalten herausfordert, diesem anderen dann, wenn dessen Willensentschluss auf einer mindestens im Ansatz billigenswerten Motivation beruht, aus unerlaubter Handlung zum Ersatz des Schadens verpflichtet sein kann, der infolge des durch die Herausforderung gesteigerten Risikos entstanden ist.[676] Eine auf

673 *Wilsing*, FS Marsch-Barner, S. 595, 602; ähnlich auch *Seidel/Kromer*, AG 2019, 206, 208 f.: „Es leuchtet nicht ein, weshalb die Entscheidungsfindung der Aktionäre außerhalb einer Hauptversammlung einen anderen Stellenwert haben soll als die Entscheidung im Rahmen einer Hauptversammlung. Richtigerweise wird man darauf abzustellen haben, ob den Aktionären überhaupt die Möglichkeit der Einflussnahme auf die Fusionspläne zukommt."

674 LG München I, Urt. v. 20.12.2018 – 5 HK O 15236/17, ZIP 2019, 266, 269 – *Linde*.

675 *Koch*, ZGR 2019, 588, 611.

676 Sogenannte „Herausforderungsfälle", vgl. die Urteile des BGH vom 12.3.1996 – VI ZR 12/95, BGHZ 132, 164, 166; vom 3.7.1990 – VI ZR 33/90, VersR 1991,

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

solcher Grundlage beruhende deliktische Haftung ist insbesondere in Fällen bejaht worden, in denen sich jemand pflichtwidrig der (vorläufigen) Festnahme oder der Feststellung seiner Personalien durch Polizeibeamte oder andere dazu befugte Personen durch Flucht zu entziehen versucht und diesen Personen dadurch Anlass gegeben hat, ihn zu verfolgen, wobei sie dann infolge der durch die Verfolgung gesteigerten Gefahrenlage einen Schaden erlitten haben.[677]

Auch im Strafrecht bleibt derjenige, der einen anderen zu einem diesen schädigenden Verhalten – z.B. zum Konsum illegaler Betäubungsmittel[678] – veranlasst oder dabei unterstützt, nicht allein deshalb straffrei, weil der Verletzungserfolg ohne die Mitwirkung des Opfers nicht eingetreten wäre. Vielmehr ist unter dem Gesichtspunkt der Tatherrschaft zwischen straloser Beteiligung an einer eigenverantwortlichen Selbstgefährdung bzw. -schädigung und der – grundsätzlich tatbestandsmäßigen – Fremdschädigung eines anderen zu unterscheiden.[679] Eine für den Dritten straflose Selbstschädigung liegt nur vor, wenn die Tatherrschaft beim Opfer liegt. Dies setzt neben der tatsächlichen Kontrolle über den letzten, unmittelbar zum Rechtsgutsschaden führenden Akt die Eigenverantwortlichkeit seines Handelns voraus. Diese ist gegeben, wenn das Opfer konstitutionell einsichtsfähig ist, die Reichweite seiner Entscheidung überblicken kann und weder rechtsgutsbezogenen Irrtümern noch Zwang unterliegt.[680]

111, 112; vom 29.11.1977 – VI ZR 51/76, VersR 1978, 183, 184; vom 21.2.1978 – VI ZR 8/77, BGHZ 70, 374, 376 und vom 3.10.1978 – VI ZR 253/77, VersR 1978, 1161, 1162.

677 Vgl. Urteile des BGH vom 24.3.1964 – VI ZR 33/63, VersR 1964, 684, 685; vom 3.2.1967 – VI ZR 115/65 und VI ZR 117/65, VersR 1967, 580 f.; vom 13.7.1971 – VI ZR 165/69, VersR 1971, 962, 963 f.; vom 13.7.1971 – VI ZR 125/70, BGHZ 57, 25, 28 ff.; vom 29.10.1974 – VI ZR 168/73, BGHZ 63, 189, 191 ff. und vom 13.1.1976 – VI ZR 41/75, VersR 1976, 540, 541.

678 Vgl. dazu BGH, Urt. v. 14.2.1984 – 1 StR 808/83, BGHSt 32, 262.

679 BGH, Urt. v. 20.11.2008 – 4 StR 328/08, BGHSt 53, 55, Rn. 22; v. vgl. ferner BGH, Urt. v. 20.5.2003 – 5 StR 66/03, NJW 2003, 2326, 2327; BGH, Urt. v. 11.12.2003 – 3 StR 120/03, BGHSt 49, 34, 39; BGH, Urt. v. 14.8.1963 – 2 StR 181/63, BGHSt 19, 135, 138.

680 *Hardtung*, in: MünchKommStGB, § 222 Rn. 23 f.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

III. Ableitung eines Vergleichsmaßstabs für die Zurechnung der Fusionsfolgen

Im Unterschied zu den Herausforderungsfällen, in denen das Verhalten des Geschädigten für den Verursacher zwar vorhersehbar, aber nicht beabsichtigt ist – die Flucht des Häftlings würde auch dann gelingen, wenn der Polizist zur Vermeidung der damit verbundenen Risiken auf dessen Verfolgung verzichten würde – ist in den strafrechtlichen Selbstschädigungsfällen das Verhalten des Opfers von dem Dritten gewollt.

Darin liegt eine Parallele zu der durch den Vorstand initiierten Zustimmung der Aktionäre zum Übernahmeangebot, die dazu einlädt, die für die Beurteilung der Tatherrschaft entwickelten Grundsätze auf die Bewertung dieses Vorgangs zu übertragen. Dessen Charakter als ein dem Vorstand zurechenbarer Eingriff lässt sich daher nicht allein mit dem Argument verneinen, dass es die Aktionäre sind, die durch die Annahme des Übernahmeangebots dessen Vollzug unmittelbar herbeiführen. Entscheidend ist vielmehr, ob sie diese Entscheidung eigenverantwortlich, d.h. frei von Zwang und aus einer Position ausreichender Einsichtsmöglichkeiten heraus treffen.

Die inhaltlichen Maßstäbe für die Beantwortung dieser Frage können nur dem Aktiengesetz entnommen werden. Dieses sieht die Hauptversammlung als Forum für die Willensbildung der Aktionäre vor[681] und begrenzt die Verantwortlichkeit des Vorstands durch deren Beschlüsse.[682] Die Zurechnung der mit dem Vollzug des Übernahmeangebots verbundenen Folgen muss daher davon abhängig gemacht werden, ob die Mitwirkung der Aktionäre, die in der von ihnen jeweils individuell zu treffenden Entscheidung über die Annahme oder Nichtannahme des Umtauschangebots besteht, in gleicher Weise wie die kollektive Beschlussfassung in der Hauptversammlung geeignet ist, ihre mitgliedschaftlichen Rechte zu wahren.[683] Der Umstand allein, dass die Entscheidung über das Übernahmean-

681 Vgl. § 118 Abs. 1 Satz 1 AktG.

682 Nach § 83 Abs. 2 AktG ist der Vorstand verpflichtet, die von der Hauptversammlung im Rahmen ihrer Zuständigkeit beschlossenen Maßnahmen auszuführen. Im Gegenzug schließt § 93 Abs. 4 Satz 1 AktG eine Ersatzpflicht seiner Mitglieder gegenüber der Gesellschaft für Handlungen aus, die auf einem gesetzmäßigen Beschluss der Hauptversammlung beruhen.

683 In diesem Sinne auch *Muck*, Defizite im deutschen Übernahmerecht, Rn. 871, demzufolge die entscheidende Frage lautet: „Steht der Umstand, dass die vertragsschlüssigen Angebotsadressaten in den mediatisierenden Aktientausch durch ihre Annahmeerklärung individuell eingewilligt haben, der Annahme

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

gebot den Aktionären einen unmittelbareren Einfluss als die Mitwirkung an dem nur intern wirkenden Hauptversammlungsbeschluss gewährt,[684] reicht dafür nicht aus.

Für den hiernach anzustellenden Vergleich zwischen der Situation, in der sich die Aktionäre bei der individuellen Entscheidung über das Übernahmeangebot befinden, und derjenigen, in der sie sich bei einer Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Abschluss des BCA befinden würden,[685] kommen drei wesentliche Gesichtspunkte in Betracht:

– die Informationslage der Aktionäre über das Für und Wider des Zusammenschlusses als Erkenntnisgrundlage ihrer Willensbildung;
– der Vorgang der Willensbildung als solcher, insbesondere die dabei für die Aktionäre bestehende Möglichkeit, ihre Entscheidung unbeeinflusst von äußeren Zwängen am Maßstab des von ihnen als richtig Erkannten zu treffen;
– die Möglichkeit einer effektiven rechtlichen Kontrolle des Umtauschverhältnisses im Fall eines Erfolgs des Fusionsvorhabens.

B. Informationslage der Aktionäre

Für den Vergleich der Informationslagen ist von den gesetzlichen Informationspflichten auszugehen, die gegenüber den Aktionären jeweils bestehen. Im Fall des Übernahmeangebots ergeben sich diese unmittelbar aus dem WpÜG und der dazu ergangenen Angebotsverordnung. Für den gedachten Fall einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz bietet es sich an, sie im Wege einer Analogie zu den für andere Hauptversammlungsbeschlüsse bestehenden Informationspflichten zu bestimmen. Neben den sich aus den gesetzlichen Informationspflichten ergebenden Erkenntnismöglichkeiten sind auch die faktischen Erkenntnisquellen in den Vergleich einzubeziehen, die sich für die Aktionäre aus anderen Umständen ergeben.

---

einer zuständigkeitsbegründenden satzungsnahen Strukturmaßnahme entgegen? Dies wäre dann anzunehmen, wenn durch ein Übernahmetauschangebot diejenigen Interessen, deren Schutz die aktienrechtliche Hauptversammlungskompetenz dient, gewahrt werden."

684 Vgl. LG München I, Urt. v. 20.12.2018 – 5 HK O 15236/17, ZIP 2019, 266, 269 – *Linde*.

685 Zur Klarstellung: Ein solcher hypothetischer Hauptversammlungsbeschluss ist gemeint, wenn im Folgenden von einem Hauptversammlungsbeschluss für die Fusion durch NewCo-Übernahme die Rede ist.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

I. Information im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot

Als gesetzlich vorgeschriebene Informationsquellen stehen den Aktionären im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot die Angebotsunterlage sowie die Stellungnahmen des Vorstands und des Aufsichtsrats zur Verfügung. Daneben können sie die Angemessenheit des Umtauschangebots anhand des Börsenkurses der zum Umtausch eingereichten Aktien bewerten.

1. Die Angebotsunterlage

Als Bieter hat die NewCo nach § 11 WpÜG eine Angebotsunterlage zu erstellen und zu veröffentlichen, in der sie umfassend über das Übernahmeangebot informiert. Dieses Dokument hat die Funktion eines „umgekehrten Wertpapierprospekts".[686] Es soll den Aktionären des deutschen Fusionspartners diejenigen Informationen zur Verfügung stellen, die erforderlich sind, um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden zu können. Diese Informationen müssen richtig und vollständig sein. Die Angebotsunterlage muss in deutscher Sprache und in einer Form abgefasst sein, die ihr Verständnis und ihre Auswertung erleichtert (§ 11 Abs. 1 Satz 2-4 WpÜG).

a) Inhalt der Angebotsunterlage

Die im Einzelnen erforderlichen Angaben ergeben sich aus § 11 Abs. 2 WpÜG i.V.m. § 2 WpÜG-AV. Vier Aspekte sind dabei von besonderer Bedeutung.

aa) Angaben zur Geschäftstätigkeit

Die NewCo muss Angaben dazu machen, wie sie ihre eigene Geschäftstätigkeit und die des deutschen Fusionspartners bei einem Erfolg des Über-

686 *Thoma*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 11 Rn. 2; *Steinhardt/Nestler*, in: Steinmeyer, WpÜG, § 11 Rn. 4.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

nahmeangebots ausrichten will.[687] Dies hat so präzise und so detailliert wie möglich zu geschehen.[688] Insbesondere hat die NewCo die beabsichtigte Geschäftsstrategie zu beschreiben und die von ihr geplanten Maßnahmen zur weiteren Konzernintegration – insbesondere den Abschluss von Unternehmensverträgen und den Ausschluss außenstehender Aktionäre – offenzulegen.[689]

bb) Angaben zur Festsetzung der Gegenleistung

Die NewCo hat die für die Festsetzung der Gegenleistung maßgebenden Gesichtspunkte – insbesondere die dabei angewandten Bewertungsmethoden, die Gründe für deren Anwendung und das den verschiedenen Verfahren beigemessene Gewicht – darzulegen.[690] Diese Ausführungen müssen den Aktionären die Feststellung ermöglichen, dass der Wert der als Gegenleistung angebotenen NewCo-Aktien den Mindestwert im Sinne von § 31 Abs. 1 Satz 1 WpÜG i.V.m. § 3 ff. WpÜG-AV nicht unterschreitet.[691] In dem typischen Fall eines Umtauschangebots, bei dem sowohl für die

687 § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 WpÜG: „Angaben über die Absichten des Bieters im Hinblick auf die künftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft sowie, soweit von dem Angebot betroffen, des Bieters, insbesondere den Sitz und den Standort wesentlicher Unternehmensteile, die Verwendung des Vermögens, künftige Verpflichtungen, die Arbeitnehmer und deren Vertretungen, die Mitglieder der Geschäftsführungsorgane und wesentliche Änderungen der Beschäftigungsbedingungen einschließlich der insoweit vorgesehenen Maßnahmen."

688 *Thoma*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 11 Rn. 76; *Lenz/Linke*, AG 2002, 361, 364; vgl. *Steinhardt/Nestler*, in: Steinmeyer, WpÜG, § 11 Rn. 72.

689 *Wackerbarth*, in: MünchKommAktG, § 11 WpÜG Rn. 50 f.; *Thoma*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 11 Rn. 77 und 81.

690 § 2 Nr. 3 WpÜG-AV: „Der Bieter hat in seine Angebotsunterlage folgende Informationen aufzunehmen: […] die zur Festsetzung der Gegenleistung angewandten Bewertungsmethoden und die Gründe, warum die Anwendung dieser Methoden angemessen ist, sowie die Angabe, welches Umtauschverhältnis oder welcher Gegenwert sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergibt; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung des Umtauschverhältnisses oder des Gegenwerts und der ihnen zugrundeliegenden Werte beigemessen worden ist, welche Gründe für die Gewichtung bedeutsam waren, und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung der Gegenleistung aufgetreten sind."

691 *Thoma*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 11 Rn. 111; *Steinhardt/Nestler*, in: Steinmeyer, WpÜG, § 11 Rn. 54.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Anteile der Zielgesellschaft als auch für die als Gegenleistung angebotenen Aktien des Bieters ein liquider Markt besteht, können diese Ausführungen unter Verweis auf die Börsenkurse der Aktien beider Gesellschaften sehr knapp gehalten werden.[692]

Bei der Fusion durch NewCo-Übernahme liegen die Verhältnisse hingegen anders. In diesem Fall gibt es einen liquiden Markt nur für die Anteile des deutschen Fusionspartners, nicht jedoch für die als Gegenleistung angebotenen Aktien der NewCo, weil diese bei der Veröffentlichung des Übernahmeangebots noch gar nicht an der Börse notiert sind. Um den Wert dieser Aktien zu ermitteln, ist es daher unerlässlich, eine Unternehmensbewertung der NewCo durchzuführen (vgl. § 5 Abs. 4 i.V.m. § 7 WpÜG-AV), die typischerweise auf der Grundlage der Ertragswert- oder Discounted-Cashflow-Methode erfolgt.[693] Das Bewertungsgutachten selbst muss die NewCo zwar nicht veröffentlichen.[694] Sie muss aber ausführlich zu der bzw. den angewandten Bewertungsmethode(n) und zur Sachgerechtigkeit ihrer Anwendung auf den konkreten Fall Stellung nehmen sowie auf besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung eingehen.[695] Solche ergeben sich im Fall der NewCo daraus, dass sie bei Abgabe des Übernahmeangebots noch gar kein Unternehmen betreibt, das Gegenstand einer Bewertung sein könnte. Diese kann sich nur auf ein hypothetisches Objekt – nämlich das aus dem geplanten Zusammenschluss beider Fusionspartner hervorgehende Unternehmen – beziehen, dessen Ertragsaussichten maßgeblich davon abhängen, ob und inwieweit es gelingen wird, die mit dem Zusammenschluss bezweckten Synergieeffekte zu realisieren. Bei Anwendung mehrerer Bewertungsmethoden ist ferner anzugeben, welches Umtauschverhältnis oder welcher Gegenwert sich bei der Anwendung der verschiedenen Methoden jeweils ergibt (§ 2 Nr. 3 WpÜG-AV).

692 *Thoma*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 11 Rn. 113; *Steinhardt/Nestler*, in: Steinmeyer, WpÜG, § 11 Rn. 56.

693 *Thoma*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 11 Rn. 114; *Steinhardt/Nestler*, in: Steinmeyer, WpÜG, § 11 Rn. 56.

694 Dies ergibt sich aus einem Gegenschluss zu § 2 Nr. 3 WpÜG-AV, wonach lediglich über die Bewertungsmethoden und deren Gewichtung sowie über die Ergebnisse dieser Methoden zu berichten ist.

695 Vgl. *Thoma*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 11 Rn. 114 f.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

cc) Angaben zum BCA

Daraus, dass die Angebotsunterlage nach § 11 Abs. 1 Satz 2 WpÜG die Angaben enthalten muss, die notwendig sind, um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden zu können, ist abzuleiten, dass darin auch über den wesentlichen Inhalt des BCA berichtet werden muss.[696] Eine solche Veröffentlichungspflicht entspricht nach Angaben von Praktikern auch der ständigen Verwaltungspraxis der BaFin. Diese benötigt die Vorlage des BCA für die Prüfung[697], ob die Ausführungen in der Angebotsunterlage den wesentlichen Inhalt des BCA widerspiegeln.[698] Jedenfalls bei Transaktionen mit US-amerikanischer Beteiligung wird das BCA zudem in seinem Volltext veröffentlicht.[699]

dd) Wertpapierprospekt

Da die NewCo als Gegenleistung eigene Aktien anbietet, hat sie nach § 2 Nr. 2 WpÜG-AV auch die Angaben in die Angebotsunterlage aufzunehmen, die in einem Wertpapierprospekt enthalten sein müssen.[700] Die Angaben des Wertpapierprospekts sind darauf gerichtet, dem Anleger eine informierte Entscheidung über die Investition in die NewCo zu ermöglichen.[701] Da die Anteile an der NewCo nach dem Zusammenschluss zum Handel am regulierten Markt zugelassen werden sollen, ist diese nach § 32 Abs. 3 Nr. 2 BörsG aber ohnehin zur Erstellung eines Wertpapierprospekts verpflichtet, so dass sie die Anforderung aus § 2 Nr. 2 WpÜG-AV normalerweise dadurch erfüllen wird, dass sie diesen Pflichtprospekt der Angebotsunterlage beifügt.[702]

---

696 *Oppenhoff*, in: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht, § 9 Rn. 68.
697 *Paschos/Goslar*, in: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht, § 14 Rn. 66.
698 *Paschos/Goslar*, in: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht, § 14 Rn. 66.
699 Vgl. für den Fall Linde/Praxair Annex A des bei der amerikanischen *Securities Exchange Commission* eingereichten S-4 Registration Statement, abrufbar unter: http://lindepraxairmerger.com/websites/lindepraxair/English/2200/praxair-shareholders.html; für den Fall Deutsche Börse/NYSE: Angebotsunterlage Deutsche Börse/NYSE, Anhang 2, S. G-2 ff.
700 Angaben nach § 7 WpPG i.V.m. VO 809/2004/EG.
701 Vgl. Art. 6 Prospekt-VO (VO 2017/1129/EU); *Veil*, in: Veil, European Capital Markets Law, § 17 Rn. 38.
702 Vgl. *Thoma*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 11 Rn. 5 und 103.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

b) Kontrolle der und Haftung für die Angebotsunterlage

Die Angebotsunterlage der NewCo wird einschließlich des Wertpapierprospekts vor Veröffentlichung des Übernahmeangebots von der BaFin geprüft.[703] Diese Prüfung ist auf offensichtliche Rechtsverstöße beschränkt.[704] Daneben haftet die NewCo den Anlegern nach §§ 12 und 21 ff. WpÜG für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angebotsunterlage und des Wertpapierprospekts.

2. Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat

a) Stellungnahme an sich

Nach der Veröffentlichung der Angebotsunterlage haben Vorstand und Aufsichtsrat des deutschen Fusionspartners nach § 27 WpÜG unverzüglich eine begründete Stellungnahme zu dem Umtauschangebot der NewCo abzugeben.

Diese Stellungnahmen sind als Gegenstück zur Angebotsunterlage des Bieters zu verstehen. Sie sollen einer einseitigen Informationspolitik des Bieters entgegenwirken,[705] die von diesem gegebenen Informationen einordnen und bewerten[706] und gegebenenfalls eine davon abweichende Sicht der Dinge präsentieren. Das besondere Gewicht dieser Stellungnahmen ergibt sich daraus, dass Vorstand und Aufsichtsrat umfassend über die wirtschaftliche Lage der Zielgesellschaft im Bilde sind, deren Lage von innen heraus bewerten und dabei auch noch nicht veröffentlichte Insiderinformationen (Art. 17 Abs. 4 MMVO[707]) sowie sonstige Interna berück-

703 § 14 f. WpÜG und § 13 WpPG.

704 Begr. RegE, BT-Drs. 14/7034, S. 45; *Paschos/Goslar*, in: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht, § 14 Rn. 144.

705 *Harbarth*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 27 Rn. 1; *Fleischer/Kalss*, Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, S. 96 sprechen vom kapitalmarktrechtlichen *audiatur et altera pars*.

706 *Fleischer/Kalss*, Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, S. 99.

707 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission – Marktmissbrauchsverordnung.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

sichtigen können,[708] die jeweils für sich genommen noch nicht die Schwelle zu einer veröffentlichungspflichtigen Insiderinformation erreicht haben.[709]

Bei einer Fusion durch NewCo-Übernahme dürfte der mit der Stellungnahme verbundene Mehrwert für die Aktionäre des deutschen Fusionspartners allerdings gering sein. Da Vorstand und Aufsichtsrat des deutschen Fusionspartners schon vor der Abgabe des Übernahmeangebots intensiv mit dem Zusammenschluss befasst waren, an der Erstellung der Angebotsunterlage mitgewirkt und der Abgabe des Übernahmeangebots durch die NewCo zugestimmt haben, werden sie das Angebot in aller Regel positiv bewerten.[710] Dies gilt umso mehr, als eine negative Beurteilung den ausländischen Fusionspartner zur Kündigung des BCA berechtigen würde, was für die deutsche Gesellschaft erhebliche Belastungen durch von ihr zu zahlende *break up fees* nach sich ziehen könnte.[711]

Ungeachtet dessen bleiben Vorstand und Aufsichtsrat dazu verpflichtet, das Angebot kritisch zu würdigen.[712] Sie müssen auch auf negative Aspekte des Angebots eingehen, mögliche Risiken des Zusammenschlusses aufzeigen[713] und im Einzelnen begründen, weshalb dieser im Unternehmensinteresse des deutschen Fusionspartners liegt.[714]

Denkbar ist auch, dass einzelne Mitglieder des Vorstands oder des Aufsichtsrats ein Sondervotum gegen das Übernahmeangebot abgeben.[715] Unabhängig davon ergibt sich ein zusätzlicher Informationswert der Stellungnahmen aber jedenfalls daraus, dass diese Angaben dazu enthalten müssen, mit welchen Mehrheiten die Organe für die Stellungnahme gestimmt ha-

---

708 *Fleischer/Kalss*, Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, S. 96; *Thoma*, NZG 2002, 105, 110.

709 Vgl. *Fleischer*, ZIP 2002, 1217, 1220; *Semrau*, in: Klöhn, MMVO, Art. 19 Rn. 6; *Veil*, ZBB 2014, 85, 93.

710 Zu den damit einhergehenden Interessenkonflikten von Vorstand und Aufsichtsrat oben S. 53 ff.

711 Vgl. das BCA Linde/Praxair, Angebotsunterlage, Anhang 3, S. 189.

712 *Wackerbarth*, in: MünchKommAktG, § 27 WpÜG Rn. 11; *Steinmeyer*, in: Steinmeyer, WpÜG, § 27 Rn. 26 ff.

713 *Wackerbarth*, in: MünchKommAktG, § 27 WpÜG Rn. 11; vgl. auch *Krause/Pötzsch*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 27 Rn. 46.

714 *Harbarth*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 27 Rn. 52; *Krause/Pötzsch*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 27 Rn. 33.

715 Die Veröffentlichung von Sondervoten ist jedenfalls zulässig, vgl. BT-Drs. 14/7034 S. 52; *Fleischer/Schmolke*, DB 2007, 95, 99; teilweise wird sogar eine Pflicht zur Veröffentlichung angenommen, vgl. z.B. *Harbarth*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 27 Rn. 25.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ben.[716] Daran kann der Anleger erkennen, wie umstritten die Transaktion in Vorstand und Aufsichtsrat des deutschen Fusionspartners gewesen ist. Schließlich kann auch die Arbeitnehmervertretung eine Stellungnahme zu dem Übernahmeangebot abgeben, die den Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat beizufügen ist (§ 27 Abs. 2 WpÜG).

b) Fairness Opinions

Soweit es sich um die Bewertung des Umtauschverhältnisses handelt, können die Aktionäre des deutschen Fusionspartners zusätzliche Informationen aus den regelmäßig von den Verwaltungsorganen eingeholten *fairness opinions* gewinnen. Unter einer *fairness opinion*[717] wird die Stellungnahme einer Investmentbank, eines Wirtschaftsprüfers oder einer sonstigen sachverständigen Stelle zur finanziellen Angemessenheit einer M&A-Transaktion – in Übernahmefällen also zur Angemessenheit des Umtauschverhältnisses – verstanden.[718]

Eine *fairness opinion* besteht aus drei Teilen: dem *factual memorandum*, dem *valuation memorandum* und dem *opionion letter*.[719] Im *factual memorandum* wird die Informationsgrundlage dokumentiert, auf der die *fairness opinion* erstellt wurde. Das *valuation memorandum* erläutert die auf dieser Grundlage vorgenommene Bewertung. Der *opinion letter* enthält Angaben zum Inhalt des zugrundeliegenden Auftrags, zur Höhe der dafür gewährten Vergütung und zu sonstigen Geschäftsbeziehungen, in denen der Ersteller zu dem Auftraggeber steht. Auf diese Weise werden eventuelle Interessenkonflikte aufgedeckt. Am Schluss des *opinion letter* findet sich in

---

716 Vgl. zu der Pflicht, das Stimmverhältnis zu veröffentlichen: *Fleischer/Schmolke*, DB 2007, 95, 99; *Hopt*, ZGR 2002, 333, 355; *ders.*, ZHR 166 (2002), 383, 419; *Wackerbarth*, in: MünchKommAktG, § 27 WpÜG Rn. 11; *Krause/Pötzsch*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 27 Rn. 38; *Harbarth*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 27 Rn. 25 f.

717 Das Gegenstück zur *fairness opinion* bildet die *inadequacy opinion*. Eine solche wird bei feindlichen Übernahmen in Auftrag gegeben, um die Unangemessenheit der angebotenen Gegenleistung feststellen zu lassen, vgl. *Westhoff*, Die Fairness Opinion, S. 25 f.

718 *Winner,* in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, § 21 Rn. 42. *Fairness opinions* sind ein Institut der US-amerikanischen M&A-Praxis. Die Praxis der Einholung von *fairness opinion*s geht auf die Leitentscheidung des Delaware Supreme Court in *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del.) zurück, vgl. hierzu *Fleischer*, ZIP 2011, 201, 204 f.

719 Vgl. *Fleischer*, ZIP 2011, 201, 204; *Westhoff*, Die Fairness Opinion, S. 15 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

einem standardisierten Satz die Aussage, dass die Transaktion finanziell angemessen ist.

Der *opinion letter* wird der Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat als Anlage beigefügt.[720] Demgegenüber werden das *factual memorandum* und das *valuation memorandum* wegen der in ihnen enthaltenen sensiblen Informationen über das zu bewertende Unternehmen typischerweise nicht veröffentlicht. Lediglich die wesentlichen Ergebnisse des *valuation memorandums* werden der Öffentlichkeit zugänglich gemacht.[721]

Für die Aktionäre des deutschen Fusionspartners ergibt sich aus der Veröffentlichung des opinion letters die zusätzliche Information, welche externen Berater die Transaktion als angemessen bewertet haben, und sie können das Ergebnis der fairness opinion anhand der wesentlichen Ergebnisse des valuation memorandum plausibilisieren.

Vorstand und Aufsichtsrat steht es grundsätzlich[722] frei, ob sie von der Möglichkeit, eine *fairness opinion* einzuholen, Gebrauch machen.[723] Die Einholung von fairness opinions ist aber mittlerweile derart gängige Praxis,[724] dass sie bei einer Fusion durch NewCo-Übernahme regelmäßig erfolgt. Im Fall Linde/Praxair haben Vorstand und Aufsichtsrat sogar jeweils zwei *fairness opinions* eingeholt.[725]

Da Vorstand und Aufsichtsrat ihre Stellungnahmen nach § 27 Abs. 3 Satz 1 WpÜG unverzüglich – das heißt in der Regel nicht später als zwei

720 *Krause/Pötzsch*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 27 Rn. 49; vgl. auch *Steinmeyer*, in: Steinmeyer, WpÜG, § 27 Rn. 29.

721 *Fleischer*, ZIP 2011, 201, 210; *Hopt*, FS Lutter, S. 1361, 1381; *Wackerbarth*, in: MünchKommAktG, § 27 WpÜG Rn. 13; *Westhoff*, Die Fairness Opinion, S. 268.

722 Eine Pflicht besteht, wenn Vorstand und Aufsichtsrat ohne externen Sachverstand nicht in der Lage sind, das Angebot sachgerecht zu beurteilen, vgl. *Harbarth*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 27 Rn. 72; *Krause/Pötzsch*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 27 Rn. 49.

723 *Fleischer*, ZIP 2011, 201, 206; *Louven*, in: Angerer/Geibel/Süßmann, WpÜG, § 27 Rn. 12; *Krause/Pötzsch*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 27 Rn. 49.

724 *Louven*, in: Angerer/Geibel/Süßmann, WpÜG, § 27 Rn. 12; *Krause/Pötzsch*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 27 Rn. 49.

725 Vgl. die Anlagen zur Gemeinsamen Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der Linde AG, abrufbar unter: https://www.the-linde-group.com/de/images/Begr%C3%BCndete%20Stellungnahme_dt_tcm16 426513.pdf. Der Vorstand hat Morgan Stanley und Perella Weinberg, der Aufsichtsrat die Bank of America Merill Lynch und Goldman Sachs mit der Erstellung von fairness opinions beauftragt.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Wochen[726] – nach der Veröffentlichung der Angebotsunterlage abgeben müssen, muss die fairness opinion unter hohem Zeitdruck erstellt werden. In der dafür zur Verfügung stehenden Zeit ist eine vollständige Unternehmensbewertung nicht möglich. Der Ersteller der opinion kann lediglich eine Einschätzung dazu abgeben, ob sich der Übernahmepreis innerhalb der üblichen Bandbreite von zum Vergleich herangezogenen Transaktionen bewegt.[727] Grundlage für diese Einschätzung sind die von dem Auftraggeber zur Verfügung gestellten Unterlagen, deren Richtigkeit und Vollständigkeit von dem Ersteller nicht zu überprüfen ist.[728]

3. Entwicklung des Börsenkurses der zum Umtausch eingereichten Aktien während des Übernahmeangebots

Eine weitere Informationsquelle für die Aktionäre stellt der Börsenkurs der zum Umtausch eingereichten Aktien des deutschen Fusionspartners dar. Einige Tage, nachdem die Angebotsunterlage veröffentlicht worden ist, werden die bereits zum Umtausch eingereichten Aktien des deutschen Fusionspartners in eine eigene Wertpapierkennung eingebucht und sind unter dieser handelbar. Der Kurs der zum Umtausch eingereichten Aktien stellt ein starkes Indiz dafür dar, welchen Kurs die Anteile an der NewCo haben werden, wenn die Transaktion vollzogen wird. Denn die zum Umtausch eingereichten Aktien stehen bereits stellvertretend für die Aktien der NewCo, so dass sie der Markt nicht mehr auf der Grundlage des von ihm für die Aktien der bisherigen Gesellschaft für angemessen gehaltenen, sondern auf der Grundlage des von ihm für die Aktien der NewCo erwarteten Börsenkurses bewerten wird.[729] Auf diese Weise werden die Aktionäre der NewCo auch darüber informiert, wie der Markt die angebotene Gegenleistung bewertet. Wie die folgende Grafik illustriert, können die Aktionäre den Kurs der zum Umtausch eingereichten Aktien mit dem Kurs der noch nicht zum Umtausch eingereichten Aktien vergleichen und auf dieser Grundlage ihre Entscheidung über das Tauschangebot treffen.

---

726 OLG Frankfurt, Urt. v. 29.12.2005 – 20 W 250/05, AG 2006, 207; *Harbarth*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 27 Rn. 121; *Wackerbarth*, in: MünchKommAktG, § 27 WpÜG Rn. 38.

727 *Fleischer*, ZIP 2011, 201, 202.

728 *Fleischer*, ZIP 2011, 201, 204; *Winner*, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, § 21 Rn. 42.

729 Ggf. wird er dabei das Risiko berücksichtigen, dass der Zusammenschluss noch an kartellrechtlichen Auflagen scheitern könnte.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Abbildung: Chart der zum Umtausch eingereichten Aktien im Vergleich zu den nicht zum Umtausch eingereichten Aktien im Fall Linde/Praxair – Quelle: www.ariva.de

Der letzte Kurs der zum Umtausch eingereichten Aktien der Linde AG entsprach unter Berücksichtigung des Umtauschverhältnisses ziemlich genau dem ersten Kurs der Aktien der Linde plc.[730]

II. Information im Zusammenhang mit einem zusätzlichen Hauptversammlungsbeschluss

Welche Informationen den Aktionären vor der Beschlussfassung über einen Gegenstand der ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz zur Verfügung gestellt werden müssen, ist naturgemäß gesetzlich nicht geregelt und auch höchstrichterlich bisher nicht geklärt. Weder in den Holzmüller- und Gelatine-Urteilen noch in den dazu ergangenen Folgeentscheidungen bestand für den BGH bisher Veranlassung, sich mit dieser Frage auseinanderzusetzen. Soweit er in seinem Macrotron-Urteil eine Berichtspflicht des Vorstands in Analogie zu § 186 Abs. 4 Satz 2 AktG ange-

730 Der Schlusskurs der zum Umtausch angebotenen Aktien der Linde AG (ISIN: DE000A2E4L75) am 26.10.2018 betrug 222,20 €. Der Eröffnungskurs der Aktien der Linde plc (ISIN: IE00BZ12WP82) am 29.10.2018 betrug 145,85 €, was unter Berücksichtigung des Umtauschverhältnisses von 1:1,54 einem Kurs der zum Umtausch eingereichten Aktien von 224,30 € entsprach.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

sprochen und verneint hat,[731] lässt dies keine Rückschlüsse auf die hier interessierende Frage zu, weil diese Entscheidung gerade nicht auf die Holzmüller-Grundsätze gestützt war[732] und die Begründung, weshalb es keines Vorstandsberichts bedarf, allein auf den Fall des *Delisting* bezogen ist.[733] In der Literatur ist die Frage, welche Informationspflichten im Zusammenhang mit Holzmüller-Beschlüssen bestehen, Gegenstand einer umfangsreichen und zum Teil kontroversen Diskussion.[734]

1. Vorstandsbericht

Als Informationsquelle für die Aktionäre kommt in erster Linie ein schriftlicher Vorstandsbericht zu dem BCA und zu den Gründen und Auswirkungen der damit bezweckten Fusion in Betracht.

Vorstandsberichte schreibt das Aktiengesetz im Zusammenhang mit Beschlüssen über Kapitalerhöhungen unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre (§ 186 Abs. 4 Satz 2 AktG), den Abschluss von Unternehmensverträgen (§ 293a Abs. 1 Satz 1 AktG) und die Eingliederung (§ 319 Abs. 3 Satz 1 Nr. 3 AktG) vor. Daneben sieht das Umwandlungsgesetz Berichtspflichten der Vertretungsorgane – im Fall von Aktiengesellschaften also des Vorstands – für die Fälle der Verschmelzung (§ 8 UmwG), der Spaltung (§ 127 UmwG) und des Formwechsels (§ 192 UmwG) vor.

Allen diesen Fällen ist gemeinsam, dass durch den mit dem Vorstandsbericht vorbereiteten Beschluss in die mitgliedschaftlichen Rechte der Aktionäre eingegriffen bzw. der Inhalt oder Gegenstand dieser Rechte verändert wird. Es stellt sich daher die Frage, ob aus ihnen im Wege einer Gesamtanalogie der Schluss gezogen werden kann, dass auch zur Vorbereitung von Beschlüssen, die einer – aus dem tiefen Eingriff in die Mitglied-

731 BGH, Urt. v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 59 – *Gelatine.*

732 *Reichert*, AG 2005, 150, 158 f.

733 BGH, Urt. v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 59 – *Gelatine*: „Eines Vorstandsberichtes entsprechend § 186 Abs. 4 Satz 2 AktG zum Delisting bedarf es nicht. Die Beklagte hat in der Hauptversammlung die Gründe schlüssig dargelegt, aus denen das Delisting betrieben werden soll. Sie hat die Einsparung der Kosten, drohende Kursschwankungen und drohende Nachteile für die Gesellschaft sowie die Gefahr von Kursmanipulationen aufgeführt. Diese Gründe sind aus sich heraus verständlich und tragen die Entscheidung der Hauptversammlung."

734 Vgl. zum Streitstand *Kubis*, in: MünchKommAktG, § 119 Rn. 55 ff.; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 119 Rn. 27 f., jeweils m.w.N.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

schaftsrechte der Aktionäre abgeleiteten – ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz unterliegen, ein Vorstandsbericht erforderlich ist.

a) Rechtsgrundlage: Gesamtanalogie

Eine solche Gesamtanalogie ist nicht schon deshalb ausgeschlossen, weil sich der BGH zur Begründung der ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz selbst dieses Instruments gerade nicht bedienen wollte. Denn diese Weigerung war darauf gestützt, dass die sich aus den analog anzuwendenden Rechtsvorschriften ergebende Rechtsfolge der Unwirksamkeit der vom Vorstand unter Übergehung der Hauptversammlung getroffenen Maßnahmen im Außenverhältnis für den Fall der ungeschriebenen Kompetenz nicht passe. Für die Frage, welche verfahrensmäßigen Anforderungen an die Beschlussfassung zu stellen sind, ist dieser Gesichtspunkt aber nicht von Belang. Dementsprechend hat der BGH im Gelatine-Urteil das Erfordernis einer Dreiviertel-Mehrheit des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals gerade mit den im Gesetz für vergleichbare Fälle – Satzungsänderungen, Unternehmensverträge und Umstrukturierungen nach dem Umwandlungsgesetz – getroffenen Regelungen begründet.[735] Es spricht daher nichts dagegen, auch hinsichtlich der an die Vorbereitung des Hauptversammlungsbeschlusses zu stellenden Anforderungen auf die von dem Gesetz für vergleichbare Fälle getroffenen Regelungen zurückzugreifen.[736]

Fraglich ist allerdings, ob die methodischen Voraussetzungen für eine solche Gesamtanalogie vorliegen. Hierfür müssten sich die für den Analogieschluss herangezogenen Vorschriften auf einen einheitlichen und nach dem Regelungskonzept des Gesetzgebers verallgemeinerungsfähigen Rechtsgedanken zurückführen lassen, der auch in dem analog zu beurteilenden Fall einschlägig ist.[737]

An der Verallgemeinerungsfähigkeit der gesetzlich statuierten Vorstandsberichtspflichten werden in der Literatur deshalb Zweifel geäußert, weil das Gesetz für Beschlüsse über andere Strukturmaßnahmen, die für die Aktionäre ebenfalls von einschneidender Bedeutung sind – wie etwa Satzungsänderungen (§ 179 AktG), Verträge, die die Verpflichtung zur

735 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 45 f. – *Gelatine I.*
736 *Arnold*, ZIP 2005, 1573, 1578; *Bungert*, BB 2004, 1345, 1351.
737 *Möllers*, Juristische Methodenlehre, § 6 Rn. 130; *Larenz*, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, S. 386.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Veräußerung des ganzen Gesellschaftsvermögens begründen (§ 179a AktG), Kapitalmaßnahmen ohne Bezugsrechtsausschluss (§§ 182 ff.; §§ 192 ff.; §§ 202 ff. AktG) oder gar die Auflösung der AG (§ 262 Abs. 1 Nr. 2 AktG) – keinen Vorstandsbericht vorschreibt. Dies – so wird argumentiert – lasse erkennen, dass es gerade kein stimmiges gesetzgeberisches Konzept gebe, Beschlüsse über Strukturmaßnahmen von einem vorherigen Vorstandsbericht abhängig zu machen.[738]

Es erscheint allerdings schon fraglich, ob die Anforderungen an die Verallgemeinerungsfähigkeit eines Rechtsgedankens damit nicht überspannt werden. Wenn eine Gesamtanalogie nur unter der Voraussetzung zulässig wäre, dass der zu verallgemeinernde Rechtsgedanke Ausdruck eines widerspruchsfrei verwirklichten gesetzgeberischen Konzepts ist, bestünde für die Anwendung dieses Instruments in der Regel überhaupt kein Bedarf, weil der Gesetzgeber den Fall, auf den die Rechtsfolge übertragen werden könnte, selbst schon im Sinne der vorzunehmenden Analogie geregelt hätte.

Der entscheidende Gesichtspunkt für die Verallgemeinerungsfähigkeit der Berichtspflichten besteht jedoch darin, dass die ihnen zugrundeliegenden gesetzlichen Regelungen deutlich jüngeren Datums sind als die zum Vergleich herangezogenen Vorschriften. Das Aktiengesetz von 1965 kannte das Instrument des Vorstandsberichts ursprünglich gar nicht. Dieses hat erst im Zuge der Umsetzung europäischer Harmonisierungsvorgaben zum Umwandlungsrecht Eingang in das deutsche Recht gefunden[739] und sich nach und nach zu einem modernen Standard beschlussbegleitender Aktionärsinformation entwickelt.[740] Inzwischen werden Berichtspflichten vom deutschen Gesetzgeber auch in Regelungszusammenhängen vorgesehen, bei denen dazu – wie etwa beim aktienrechtlichen *Squeeze-Out* – keine eu-

738 *Spindler*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 44; *Kubis*, in: MünchKomm-AktG, § 119 Rn. 55; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 119 Rn. 27; *Bungert*, NZG 1998, 367, 369; *Kort*, ZIP 2002, 685, 687 f.; in diese Richtung auch *Weißhaupt*, AG 2004, 585, 589.

739 § 186 Abs. 4 Satz 2 AktG beruht auf Art. 29 Abs. 4 der zweiten Kapitalrichtlinie 77/91/EWG; § 293a, § 319 Abs. 3 Nr. 3 AktG gehen mittelbar und §§ 8, 127, 192 UmwG gehen unmittelbar auf Art. 9, Art. 23 Abs. 1 der Verschmelzungsrichtlinie 78/855/EWG sowie auf Art. 7 Abs. 1, Art. 22 Abs. 1 Satz 1 der Spaltungsrichtlinie 82/891/EWG zurück, vgl. hierzu: *Tröger*, ZIP 2001, 2029, 2036; *Grün*, Informationspflichten des Vorstands bei „Holzmüller"-Beschlüssen, S. 92 f.

740 *Lutter*, FS Fleck, S. 169, 177; *Lutter/Leinekugel*, ZIP 1998, 805, 814; *Tröger*, ZIP 2001, 2029, 2036; *Grün*, Informationspflichten des Vorstands bei „Holzmüller"-Beschlüssen, S. 92 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

roparechtliche Verpflichtung besteht.[741] Damit hat der Gesetzgeber diesen Standard auch für rein nationale Regelungskomplexe anerkannt. Diese Entwicklung spricht dafür, den Rechtsgedanken, dass für die Beschlussfassung über Strukturmaßnahmen ein Vorstandsbericht erforderlich sein soll, als verallgemeinerungsfähig anzusehen.[742]

b) Übertragbarkeit des Rechtsgedankens

Auch die weitere Voraussetzung der Übertragbarkeit dieses Rechtsgedankens auf den im Wege der Gesamtanalogie zu beurteilenden Tatbestand ist in den Fällen der ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz zu bejahen. Die gesetzlichen Berichtspflichten beziehen sich auf Beschlussgegenstände, die sich aufgrund ihrer Komplexität von den einzelnen Aktionären nicht ohne Weiteres überblicken lassen und bei denen es der Gesetzgeber deshalb für erforderlich hält, dass die Aktionäre vor ihrer Entscheidung durch den mit besonderer Sachkunde ausgestatteten Vorstand über die rechtlichen und wirtschaftlichen Hintergründe sowie über die voraussichtlichen Folgen der beabsichtigten Maßnahme unterrichtet werden. Dieser Gesichtspunkt trifft auch auf Mediatisierungsmaßnahmen und andere ggf. einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz unterliegenden Vorgänge zu.[743]

Aus der Rechtsprechung des BGH können keine gegenteiligen Schlüsse gezogen werden. In dem Holzmüller-Urteil hatte dieser die Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses zwar noch mit der Nähe der streitigen Ausgliederungsmaßnahme zu einer Satzungsänderung begründet, für deren Vorbereitung gerade kein Vorstandsbericht vorgeschrieben ist.[744] In dem Gelatine-Urteil hat er sich zur Begründung des Mehrheitserfordernisses aber auch auf solche Beschlussgegenstände – Unternehmensverträge und Umwandlungsmaßnahmen nach dem Umwandlungsgesetz – bezogen, für die das Gesetz Berichtspflichten statuiert.[745]

741 *Tröger*, ZIP 2001, 2029, 2036; *Grün*, Informationspflichten des Vorstands bei „Holzmüller"-Beschlüssen, S. 92 f.
742 *Lutter*, FS Fleck, S. 169, 177; *Tröger*, ZIP 2001, 2029, 2036; *Grün*, Informationspflichten des Vorstands bei „Holzmüller"-Beschlüssen, S. 92 ff.
743 *Grün*, Informationspflichten des Vorstands bei „Holzmüller"-Beschlüssen, S. 94.
744 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 130 ff. – *Holzmüller.*
745 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 37 und 41 ff. – *Gelatine I.*

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

c) Inhalt des Berichts

Der Vorstandsbericht soll die Aktionäre in die Lage versetzen, in voller Kenntnis des Für und Wider über die zur Beschlussfassung gestellte Maßnahme zu entscheiden. Hierfür müssen ihnen zum einen die dafür maßgeblichen Gründe, zum anderen die damit für die Gesellschaft und für sie selbst verbundenen Folgen dargelegt werden.

Dementsprechend muss der Vorstandsbericht zu einem Bezugsrechtsausschluss den Grund für den Ausschluss angeben und die Höhe des vorgeschlagenen Ausgabebetrags begründen (§ 186 Abs. 4 Satz 2 AktG). In dem Bericht über einen Unternehmensvertrag müssen dessen Abschluss sowie die Einzelheiten des Vertragsinhalts, insbesondere Art und Höhe des Ausgleichs nach § 304 AktG und der Abfindung nach § 305 AktG, rechtlich und wirtschaftlich erläutert werden; außerdem müssen die Aktionäre darin auf besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung sowie auf die Folgen für ihre Beteiligungen hingewiesen werden (§ 293a Abs. 1 Satz 1 und 2 AktG). Im Fall der Eingliederung ist diese durch den Vorstand der zukünftigen Hauptgesellschaft rechtlich und wirtschaftlich zu erläutern und zu begründen (§ 319 Abs. 3 Satz 1 Nr. 3 AktG). Die umwandlungsrechtlichen Berichtspflichten sehen eine rechtliche und wirtschaftliche Begründung der Transaktion im Allgemeinen und des Umtauschverhältnisses oder der Abfindung im Besonderen vor (§ 8 Abs. 1 Satz 1; § 127 Satz 1; § 192 Abs. 1 Satz 1 UmwG).[746]

Auch in Fällen einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz muss der Vorstandsbericht daher zunächst erläutern, weshalb die beabsichtigte Maßnahme im Unternehmensinteresse liegt. Hierfür muss der Vorstand das damit verfolgte unternehmerische Konzept konkret erläutern; formelhafte und nicht auf den Einzelfall bezogene Ausführungen reichen insofern nicht aus.[747] Der Vorstand hat auch auf naheliegende Alternativen zu dem von ihm gewählten unternehmerischen Konzept einzugehen und durch Abwägung von Vor- und Nachteilen zu begründen, weshalb diesem der Vorzug vor alternativen Konzepten gegeben wurde.[748] Schließlich hat der Vorstand zu erläutern, welche Auswirkungen die Maßnahme auf die

746 *Grün*, Informationspflichten des Vorstands bei „Holzmüller"-Beschlüssen, S. 100.

747 *Kort*, ZIP 2002, 685, 688.

748 BGH, Urt. v. 19.4.1982 – II ZR 55/81, BGHZ 83, 319, 326; OLG Jena, Beschl. v. 5.11.2008 – 6 W 288/08, NJW-RR 2009, 182, 183; LG München I, Urt. v. 31.8.1999 – 5 HK O 8188/99, AG 2000, 86, 87; *Hoger/Hoger*, in: MünchHdbGesR, Bd. 8, § 9 Rn. 19.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Rechte der Aktionäre hat und welche finanziellen Folgen für sie damit verbunden sind.[749]

An die Detailtiefe dieser Ausführungen sind allerdings keine überspannten Anforderungen zu stellen. Zum einen muss der Vorstand den Bericht mit einem vertretbaren Aufwand erstellen können,[750] zum anderen sollen die Aktionäre auch in ihrem eigenen Interesse nicht mit einer zu großen Fülle an Einzelheiten belastet werden.[751] Es sind daher nur wesentliche Informationen aufzunehmen. Der Bericht muss es den Aktionären ermöglichen, das Vorhaben des Vorstands einer Plausibilitätskontrolle zu unterziehen, braucht sie aber nicht in die Lage zu versetzen, das damit verfolgte unternehmerische Konzept wie ein Wirtschaftsprüfer zu bewerten.[752]

Die Grenze der Berichtspflicht ist in Analogie zu den geschriebenen Berichtspflichten[753] jedenfalls bei solchen Umständen erreicht, deren Bekanntwerden geeignet ist, der Gesellschaft Schaden zuzufügen.[754]

d) Fall der Fusion durch NewCo-Übernahme

Für die Fusion durch NewCo-Übernahme ergibt sich daraus, dass der Vorstandsbericht das mit dem Zusammenschluss verfolgte unternehmerische Konzept und die damit für die Gesellschaft im Vergleich zum Fortbestand ihrer wirtschaftlichen Selbständigkeit verbundenen Vorteile darlegen muss. Außerdem hat der Vorstand die Aktionäre auf den bei einem Tausch

749 *Groß*, AG 1996, 111, 116; *Grün*, Informationspflichten des Vorstands bei „Holzmüller"-Beschlüssen, S. 101.

750 Vgl. *Grün*, Informationspflichten des Vorstands bei „Holzmüller"-Beschlüssen, S. 102.

751 *Grün*, Informationspflichten des Vorstands bei „Holzmüller"-Beschlüssen, S. 100; *Servatius*, Strukturmaßnahmen als Unternehmensleitung, S. 311.

752 OLG Frankfurt, Beschl. v. 8.2.2006 – 12 W 185/05, ZIP 2006, 370, 376; OLG Hamm, Beschl. v. 4.3.1999 – 8 W 11/99, NZG 1999, 560, 561; OLG Karlsruhe, Urt. v. 30.6.1989 – 15 U 76/88, ZIP 1989, 988, 990 f.; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 15.3.1999 – 17 W 18/88, NZG 1999, 565, 567; *Gehling*, in: Semler/Stengel, UmwG, § 8 Rn. 12; *Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 8 Rn. 12; *Bayer*, ZIP 1997, 1613, 1619; *Hoger/Hoger*, in: MünchHdbGesR, Bd. 8, § 9 Rn. 13; *Heidinger*, in: Henssler/Strohn, GesR, § 8 UmwG Rn. 8; *Veil*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 293a Rn. 10; *Altmeppen*, in: MünchKommAktG, § 293a Rn. 38.

753 Einen entsprechenden Vorbehalt sehen § 293a Abs. 2, § 320 Abs. 3 Satz 3, § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG und § 8 Abs. 2, § 127 Abs. 3, § 192 Abs. 1 Satz 2 UmwG vor.

754 *Grün*, Informationspflichten des Vorstands bei „Holzmüller"-Beschlüssen, S. 123.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ihrer Aktien eintretenden Mediatisierungseffekt und die damit verbundenen Folgen hinzuweisen und sie darüber aufzuklären, welche Konsequenzen sie zu erwarten haben, wenn sie das spätere Übernahmeangebot ablehnen und in der Gesellschaft verbleiben.

Besondere Bedeutung kommt ferner der Erläuterung des Umtauschverhältnisses der Aktien der eigenen Gesellschaft zu den Aktien der NewCo zu. Im Zusammenhang damit muss der Vorstand die für den Zweck der Ermittlung vorgenommene Unternehmensbewertung der NewCo in ihren Grundzügen erläutern und auf die besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung des noch gar nicht existenten Unternehmens hinweisen. Die Veröffentlichung des vollständigen Gutachtens ist allerdings ebenso wenig erforderlich[755] wie eine ins Einzelne gehende Erläuterung der angestrebten Synergien anhand eines „Synergiefahrplans".[756] Vielmehr reicht eine zusammenfassende Darstellung der wesentlichen Bewertungsfaktoren und wesentlichen Planzahlen aus.[757]

Fraglich ist, ob der Vorstand im Interesse einer angemessenen Information der Aktionäre auch eine vollständige Bewertung des eigenen Unternehmens nach der Ertragswertmethode oder dem Discounted-Cashflow-Verfahren vornehmen lassen und deren wesentlichen Inhalt im Vorstandsbericht veröffentlichen muss.

Dafür könnte sprechen, dass die Kenntnis des auf diese Weise ermittelten Unternehmenswertes den Aktionären die Möglichkeit gäbe, die Höhe der Abfindung abzuschätzen, die sie zu erwarten haben, wenn sie das Umtauschangebot nicht annehmen und im Fall seines Vollzugs freiwillig aus der Gesellschaft ausscheiden oder aus dieser ausgeschlossen werden sollten. Denn die in diesem Fall zu leistenden Abfindungszahlungen werden in aller Regel anhand einer Unternehmensbewertung nach den genannten

755 *Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 8 Rn. 22; vgl. auch *Kort*, ZIP 2002, 685, 689 f.

756 Vgl. OLG Düsseldorf, Beschl. v. 11.8.2006 – I-15 W 110/05, AG 2007, 363, 364; OLG Hamm, Beschl. v. 4.3.1999 – 8 W 11/99, NZG 1999, 560, 561; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 15.3.1999 – 17 W 18/88, NZG 1999, 565, 567; *Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 8 Rn. 15; *Heidinger*, in: Henssler/Strohn, GesR, § 8 UmwG Rn. 8; *Veil*, EWiR 1999, 521, 522.

757 Vgl. OLG Karlsruhe, Urt. v. 30.6.1989 – 15 U 76/88, ZIP 1989, 988, 990 f.; OLG Hamm, Beschl. v. 4.3.1999 – 8 W 11/99, NZG 1999, 560, 562; *Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 8 Rn. 22 ff; *Hoger/Hoger*, in: MünchHdbGesR, Bd. 8, § 9 Rn. 25; *Veil*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 293a Rn. 16.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Verfahren ermittelt.[758] Allerdings ist zu bedenken, dass eine Unternehmensbewertung nur stichtagsbezogen vorgenommen werden kann.[759] Maßgeblicher Stichtag für die Ermittlung der Abfindungszahlung wäre der Tag der Beschlussfassung über den Abschluss des Unternehmensvertrags[760] bzw. über den *Squeeze-Out*.[761] Zwischen dem gedachten Beschluss der Aktionäre über das BCA und dem maßgeblichen Stichtag kann aber deutlich mehr als ein Jahr vergehen.[762] In einem derart langen Zeitraum können sich die wirtschaftlichen Gegebenheiten und damit der Unternehmenswert so grundlegend verändern, dass eine vor dem Hauptversammlungsbeschluss vorgenommene Unternehmensbewertung des deutschen Fusionspartners nur noch geringe Aussagekraft für die Höhe einer später zu erwartenden Abfindung hätte.

Ein denkbarer Nutzen der Bewertung auch des eigenen Unternehmens könnte für die Aktionäre noch in der Möglichkeit bestehen, ihr Ergebnis bei der Beurteilung des vorgeschlagenen Umtauschverhältnisses heranzuziehen. In diesem Zusammenhang ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Aktionäre bereits am Börsenkurs des deutschen Fusionspartners ablesen können, wie der Kapitalmarkt den deutschen Fusionspartner bewertet und welchen Wert sie bei einer Veräußerung ihrer Anteile am Markt realisieren könnten. Diese Information bietet zusammen mit der Unternehmensbewertung der NewCo eine angemessene Informationsgrundlage für die Bewertung des angebotenen Umtauschverhältnisses. Der zusätzliche Informationswert, der mit einer Bewertung der eigenen Gesellschaft nach der Ertragswertmethode oder im Discounted-Cashflow-Verfahren einherginge, stünde daher in keinem Verhältnis zu dem Aufwand und den Kosten, die damit verbunden wären. Ein solches Gutachten muss daher für die Berichterstattung durch den Vorstand nicht erstellt werden.

---

758 Keine Methode der Unternehmensbewertung ist zwingend vorgeschrieben, vgl. BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999, BVerfGE 100, 289, 307; BGH, Beschl. v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 Rn. 33. In der Praxis wird von den Gerichten bei der Kontrolle der Unternehmensbewertung aber fast ausschließlich das Ertragswertverfahren eingesetzt, vgl. *Fleischer*, AG 2014, 97, 99; *ders.*, AG 2016, 185, 192.

759 BGH, Beschl. v. 21.7.2003 – II ZB 17/01, BGHZ 156, 57, 63; *Hüttemann/Meyer*, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, § 12 Rn. 1.

760 Vgl. § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG.

761 Vgl. § 327b Abs. 1 Satz 1 Halbsatz 2 AktG; § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG.

762 Im Fall Linde/Praxair hat es bereits von dem Beginn der Angebotsfrist (15. August 2017) bis zum Beschluss über den Beherrschungsvertrag (1. November 2018) als erstem Bewertungsanlass deutlich länger als ein Jahr gedauert.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Im Übrigen bestehen hinsichtlich der Detailtiefe des Berichts keine Besonderheiten. Aus dem Umstand, dass die Aktionäre – einen zustimmenden Beschluss vorausgesetzt – im Rahmen des Übernahmeangebots noch ausführlich informiert werden müssen, lassen sich insoweit keine Einschränkungen ableiten. Denn diese Informationen liegen den Aktionären bei der Beschlussfassung in der Hauptversammlung noch nicht vor und können damit keine informierte Entscheidung über die dort zur Abstimmung gestellte Maßnahme ermöglichen.

2. Prüfung des Fusionsvorhabens

Für den Fall einer Verschmelzung sieht das Gesetz eine unabhängige sachverständige Prüfung der Maßnahme vor,[763] deren hauptsächlicher Zweck darin besteht, das von den Vorständen ausgehandelte Umtauschverhältnis auf die Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben zu kontrollieren.[764] Dieser Zweck ist für die Fusion durch NewCo-Übernahme und einen hierzu zu erstattenden Vorstandsbericht nicht einschlägig, weil es in diesem Fall an einer gesetzlichen Vorgabe für die Bestimmung des Umtauschverhältnisses fehlt. Wie unten[765] noch näher dargelegt wird, muss das Umtauschverhältnis, das einem zur Fusion durch NewCo-Übernahme ermächtigenden Hauptversammlungsbeschluss zugrunde liegt, nicht angemessen im Sinne des Verschmelzungsrechts sein. Es muss lediglich die übernahmerechtliche Mindestpreisregel nach § 31 WpÜG erfüllen. Deren Einhaltung kann vor dem Hauptversammlungsbeschluss aber gar nicht überprüft werden, weil sie von der Entwicklung des Börsenkurses des deutschen Fusionspartners in den drei Monaten vor Bekanntgabe der Absicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots abhängt, diese Ankündigung aber erst nach der Beschlussfassung der Hauptversammlung erfolgen würde.

Aus diesem Grund kommt eine Prüfung des von dem Vorstand vorzulegenden Berichts durch einen Sachverständigen nicht in Betracht.

---

763 Vgl. § 9 Abs. 1 UmwG für die Verschmelzung; vgl. ferner § 293b Abs. 1 AktG für Unternehmensverträge.

764 *Zeidler*, in: Semler/Stengel, UmwG, § 9 Rn. 2; *Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 9 Rn. 4; ähnlich verhält es sich auch bei der Prüfung von Unternehmensverträgen, vgl. *Veil*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 293b Rn. 1.

765 Siehe unten S. 225 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

3. Bekanntmachung des wesentlichen Inhalts des BCA

Soll die Hauptversammlung über einen Vertrag beschließen, der nur mit ihrer Zustimmung wirksam wird, muss der Vorstand den wesentlichen Inhalt dieses Vertrages vor der Hauptversammlung bekanntmachen (§ 124 Abs. 2 Satz 3 Alt. 2 AktG). An der Anwendbarkeit dieser Vorschrift auf eine Beschlussfassung über das BCA könnten allerdings unter zwei Gesichtspunkten Zweifel bestehen. Zum einen würde sich die ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz gar nicht aus den in dem BCA selbst enthaltenen Regelungen, sondern erst aus den damit bezweckten weiteren Folgen ergeben. Zum anderen hängt in den Fällen ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen die Wirksamkeit der Maßnahme im Außenverhältnis gerade nicht von der Zustimmung der Hauptversammlung ab.[766]

Beide Gesichtspunkte greifen aber nicht durch. Bei der Maßnahme, die Gegenstand einer Hauptversammlungskompetenz ist, kann es sich immer nur um eine solche des Vorstands handeln. Damit kann Gegenstand der Beschlussfassung in unserem Fall nur das von dem Vorstand abzuschließende BCA selbst sein und nicht dessen vom Verhalten der Aktionäre abhängige Folgen. Auch die fehlende Außenwirkung des Zustimmungserfordernisses steht der Bekanntmachungspflicht nicht entgegen. Für den Fall, dass der Vorstand der Hauptversammlung nach § 119 Abs. 2 AktG eine Entscheidung über eine Geschäftsführungsmaßnahme abverlangt, ist anerkannt, dass er ihr auch die Informationen zu geben hat, die sie für eine sachgerechte Entscheidung benötigt. Handelt es sich bei dieser Entscheidung um die Zustimmung zu einem Vertrag, so sind wegen fehlender spezieller Vorschriften zur Wahrung der Informationsrechte der Aktionäre die für zustimmungsbedürftige Verträge geltenden Regelungen entsprechend anzuwenden.[767] Für den Fall der Beschlussfassung über einen Ver-

766 Etwas anderes würde nur dann gelten, wenn das BCA unter der aufschiebenden Bedingung der Zustimmung der Hauptversammlung geschlossen worden wäre.

767 Vgl. BGH, Urt. v. 15.1.2001 – II ZR 124/99, BGHZ 146, 288, 294 f.; OLG Schleswig, Urt. v. 8.12.2005 – 5 U 57/04, NZG 2006, 951, 953; OLG München, Urt. v. 10.11.1994 – 24 U 1036/93, AG 1995, 232, 233; LG München I, Urt. v. 24.8.2006 – 5 HK O 1558/06, AG 2007, 336, 337; LG Frankfurt, Urt. v. 12.12.2000 – 3/5 O 149/99, AG 2001, 431, 432 f.; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 124 Rn. 11; *Mülbert*, in: GroßkommAktG, § 119 Rn. 117; *Rieckers*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 124 Rn. 19; *Kubis*, in: MünchKommAktG, § 124 Rn. 22; *Schockenhoff*, NZG 2001, 921, 922; *Tröger*, ZIP 2001, 2029, 2030 f.; *Weißhaupt*, NZG 1999, 804, 808; *ders.*, AG 2004, 585, 588; *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften, § 16 Rn. 25.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

trag, dessen Abschuss einer ungeschriebenen – und damit von der Entscheidung des Vorstands unabhängigen – Hauptversammlungskompetenz unterliegt, können keine geringeren Anforderungen gelten.

Im Fall eines Hauptversammlungsbeschlusses müsste der Vorstand daher den wesentlichen Inhalt des BCA bekanntmachen.

4. Auslegung des BCA und Zusendung auf Verlangen

Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob der Vorstand das BCA zusätzlich in den Geschäftsräumen auslegen und den Aktionären auf deren Verlangen in seiner vollständigen Fassung zusenden müsste. Eine solche Verpflichtung sieht das Gesetz an verschiedenen Stellen für Verträge oder andere Maßnahmen vor, die zu ihrer Wirksamkeit der Zustimmung der Hauptversammlung bedürfen. Im Einzelnen gilt dies für Verträge, die die Verpflichtung zur Übertragung des ganzen Gesellschaftsvermögens zum Gegenstand haben (§ 179a Abs. 2 Satz 1 bis 3 AktG), für Unternehmensverträge (§ 293 f Abs. 1 Nr. 1, Abs. 2 und 3 AktG), für Verschmelzungsverträge (§ 63 Abs. 1 Nr. 1, Abs. 3 und 4 UmwG) und für die Spaltungspläne bei Spaltungsvorgängen (§ 125 UmwG). Ob sich diese Regelungen im Wege einer Gesamtanalogie auf Beschlüsse im Rahmen einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz übertragen lassen, ist allerdings umstritten.[768]

Dagegen wird auch in diesem Falle eingewandt, dass ihnen kein einheitlicher und verallgemeinerungsfähiger Rechtsgedanke zugrunde liege, weil das Gesetz in anderen Fällen, in denen die Wirksamkeit von Verträgen von einer Zustimmung der Hauptversammlung abhänge, keine entsprechende Verpflichtung begründe.[769] Aus den in diesem Zusammenhang genannten Gegenbeispielen[770] lässt sich in der Tat ableiten, dass die Zustimmungsbe-

768 Für eine Gesamtanalogie *Bayer*, ZIP 1997, 1613, 1625; *Grün*, Informationspflichten des Vorstands bei „Holzmüller"-Beschlüssen, S. 105 ff.; *Tröger*, ZHR 165 (2001), 593, 604; *ders.*, ZIP 2001, 2029, 2032 f.; eine Gesamtanalogie ablehnend dagegen BGH, Urt. v. 15.1.2001 – II ZR 124/99, BGHZ 146, 288, 295 f.; wohl auch LG München I, Urt. v. 3.5.2001 – 5 HK O 23950/00, ZIP 2001, 1148, 1150 f., welches von einer „einzelfallbezogenen Gesamtanalogie" spricht; *Schockenhoff*, NZG 2001, 921, 923; *Kubis*, in: MünchKommAktG, § 119 Rn. 56.

769 BGH, Urt. v. 15.1.2001 – II ZR 124/99, BGHZ 146, 288, 295 f.

770 Namentlich § 50 Satz 1 (Verzicht auf und Vergleich über Ansprüche gegen die Gründer); § 53 Satz 1 i.V.m. § 50 Satz 1 (Verzicht auf und Vergleich über Ansprüche im Fall der Nachgründung); § 93 Abs. 4 Satz 3 (Verzicht auf und Ver-

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

dürftigkeit des Vertrags als solche noch nicht die Pflicht zu seiner Auslegung und Übersendung auf Verlangen begründet.

Die Gegenbeispiele betreffen aber ausnahmslos Vergleichs- oder Verzichtsverträge, bei denen die Hauptversammlung im Hinblick auf mögliche Interessenkonflikte – insbesondere in dem zwischen Aktionären und Verwaltungsorganen bestehenden *Principal-Agent*-Verhältnis[771] – zur Entscheidung berufen ist.[772] In den Fällen, in denen das Gesetz eine Auslegungs- und Übersendungspflicht des Vertrags begründet, geht es demgegenüber um Strukturmaßnahmen wie Unternehmensverträge und Vorgänge nach dem Umwandlungsgesetz.

Auch wenn sich die zustimmungsbedürftigen Verzichts- und Vergleichsverträge unter Umständen auf Ansprüche von hohem wirtschaftlichen Wert beziehen, haben sie für die mitgliedschaftlichen Rechte der Aktionäre doch weniger einschneidende Folgen als die genannten Strukturmaßnahmen, für die das Gesetz die Auslegungs- und Übersendungspflicht vorsieht. Es kommt hinzu, dass die von der Zustimmung der Hauptversammlung abhängigen Vergleichs- und Verzichtsverträge nur abgeschlossen werden dürfen, wenn nicht eine Minderheit von mindestens 10% des Grundkapitals Widerspruch zur Niederschrift erhebt, während das Gesetz bei den Verträgen, für die es eine Pflicht zur Auslegung und Übersendung auf Verlangen vorsieht, einen entsprechenden Schutzmechanismus nicht kennt.

Die fehlende Auslegungs- und Übersendungspflicht für Vergleichs- und Verzichtsverträge spricht daher nicht dagegen, die für Strukturmaßnahmen geltenden Regelungen als Ausdruck eines für diese Fälle allgemein

---

gleich über Ansprüche aus Organhaftung des Vorstands); § 116 Satz 1 i.V.m. § 93 Abs. 4 Satz 3 (Verzicht auf und Vergleich über Ansprüche aus Organhaftung des Aufsichtsrats); § 117 Abs. 4 (Verzicht auf und Vergleich über Ansprüche wegen Veranlassung der Schädigung der Gesellschaft); § 309 Abs. 3 Satz 1 (Verzicht auf und Vergleich über Ansprüche gegen den gesetzlichen Vertreter des herrschenden Unternehmens); § 310 Abs. 4 i.V.m. § 309 Abs. 4 (Verzicht auf und Vergleich über die konzernrechtliche Haftung der Verwaltungsmitglieder der abhängigen Gesellschaft); § 317 Abs. 4 i.V.m. § 309 Abs. 4 (Verzicht auf und Vergleich über Ansprüche aus der konzernrechtlichen Haftung des herrschenden Unternehmens für die Zufügung nicht ausgeglichener Nachteile); § 318 Abs. 4 i.V.m. § 309 Abs. 4 AktG (Verzicht auf und Vergleich über die Haftung der Verwaltungsmitglieder der abhängigen Gesellschaft für die Zufügung nicht ausgeglichener Nachteile durch das herrschende Unternehmen).

771 Vgl. etwa *Kropff*, Aktiengesetz, S. 66; BGH, Urt. v. 8.7.2014 – II ZR 174/13, BGHZ 202, 26 Rn. 20; *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 93 Rn. 278.

772 Diese abweichende teleologische Grundlage betont auch *Tröger*, ZHR 165 (2001), 593, 598.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

geltenden Rechtsgedankens zu verstehen, der sich auf die Beschlussfassung in Fällen einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz übertragen lässt.[773]Bei Bestehen einer Hauptversammlungskompetenz für den Abschluss des BCA wäre dieses daher vor der Hauptversammlung in den Geschäftsräumen der Gesellschaft auszulegen und den Aktionären auf Verlangen zuzusenden.

5. Auskunftsanspruch der Aktionäre

Nach § 131 Abs. 1 Satz 1 AktG ist jedem Aktionär auf Verlangen in der Hauptversammlung vom Vorstand Auskunft über Angelegenheiten der Gesellschaft zu geben, soweit sie zur sachgemäßen Beurteilung des Gegenstands der Tagesordnung erforderlich ist. Wird die Fusion durch NewCo-Übernahme der Hauptversammlung zur Beschlussfassung vorgelegt, besteht damit insofern ein Auskunftsrecht jedes einzelnen Aktionärs.

a) Inhalt und Grenzen des Auskunftsanspruchs

Der Auskunftsanspruch bezieht sich auf Informationen, die zur sachgemäßen Beurteilung des Gegenstands der Tagesordnung *erforderlich* sind. Erforderlich in diesem Sinne sind diejenigen Informationen, die für die Urteilsfindung eines objektiv denkenden Durchschnittsaktionärs, der die Gesellschaftsverhältnisse nur aufgrund allgemein bekannter Tatsachen kennt, wesentlich sind.[774] Zu der Frage, welche Informationen für unterschiedliche Beschlussgegenstände wesentlich sind, hat sich eine nahezu unüberschaubare Kasuistik entwickelt.[775]

---

773 Im Ergebnis auch für eine Auslegungspflicht *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften, § 16 Rn. 25; *Mülbert*, in: GroßkommAktG, § 119 Rn. 120; *Kubis*, in: MünchKommAktG, § 119 Rn. 56; *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, Vor § 311 AktG Rn. 52; *Spindler*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 45; *Drinhausen*, in: Hölters, AktG, § 119 Rn. 24; im Ergebnis gegen eine Auslegungspflicht aber *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 119 Rn. 28; *Kort*, AG 2006, 272, 275 f.

774 Ständige Rechtsprechung, vgl. z.B.: BGH, Urt. v. 18.10.2004 – II ZR 250/02, BGHZ 160, 385, 389; BGH, Beschl. v. 14.1.2014 – II ZB 5/12, AG 2014, 402, 403 Rn. 26.

775 Vgl. die Nachweise zur Rechtsprechung bei *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 131 Rn. 30 ff. und *Kubis*, in: MünchKommAktG, § 131 Rn. 48 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Die Grenzen des Auskunftsanspruchs liegen zum einen in den Auskunftsverweigerungsrechten des § 131 Abs. 3 AktG. Danach kann der Vorstand die Auskunft insbesondere verweigern, soweit die Erteilung der Auskunft nach vernünftiger kaufmännischer Beurteilung geeignet ist, der Gesellschaft oder einem verbundenen Unternehmen einen nicht unerheblichen Schaden zuzufügen (§ 131 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1 AktG). Unter Schaden im Sinne dieser Norm sind nicht nur Schäden im Sinne der § 249 ff. BGB zu verstehen, sondern jede erhebliche Beeinträchtigung des Gesellschaftsinteresses.[776]

Zum anderen sind nach einhelliger Auffassung solche Informationen vom Auskunftsanspruch ausgenommen, die die Aktionäre bereits einem zu dem jeweiligen Beschlussgegenstand vorgelegten Vorstandsbericht entnehmen können.[777] Ein Informationsstand, der über einen ordnungsgemäßen Vorstandsbericht hinausgeht, kann mit dem Auskunftsrecht daher nicht erreicht werden.[778] Der Auskunftsanspruch kann in diesen Fällen nur dem Zweck dienen, die Vollständigkeit der in den Vorstandsbericht aufzunehmenden Informationen zu überprüfen.

b) Weitergehende Informationen

In der Praxis werden bei Beschlüssen zu Strukturmaßnahmen aber häufig auch solche Auskunftsverlangen befriedigt, die sich auf vom Auskunftsanspruch nicht erfasste Informationen beziehen.[779] Grund dafür ist, dass ein Hauptversammlungsbeschluss mit der Begründung angefochten werden kann, dass eine Auskunft zu dem entsprechenden Tagesordnungspunkt zu Unrecht verweigert worden sei.[780] Um missbräuchlichen Anfechtungsklagen den Boden zu entziehen, werden daher aus Vorsichtsgründen häufig auch solche Aktionärsfragen beantwortet, die eigentlich als vom Auskunftsrecht nicht mehr umfasst hätten zurückgewiesen werden können.[781]

---

776 *Kubis*, in: MünchKommAktG, § 131 Rn. 115; *Siems*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 131 Rn. 38.
777 *Decher*, in: GroßkommAktG, § 131 Rn. 214; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 131 Rn. 26.
778 Vgl. *Decher*, in: GroßkommAktG, § 131 Rn. 214.
779 *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 131 Rn. 21; *Decher*, in: GroßkommAktG, § 131 Rn. 134.
780 Vgl. § 243 Abs. 4 AktG.
781 *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 131 Rn. 21; *Decher*, in: GroßkommAktG, § 131 Rn. 134.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Damit können die Aktionäre über den Auskunftsanspruch faktisch auch solche Informationen erlangen, die über den Inhalt eines ordnungsgemäß erstellten Vorstandsberichts hinausgehen.

Bei einem Hauptversammlungsbeschluss über den Abschluss des BCA dürfte die Bereitschaft zur überobligatorischen Erfüllung von Auskunftsverlangen allerdings geringer sein als in den Fällen gesetzlich geregelter Strukturmaßnahmen. Während die Zustimmung der Hauptversammlung bei den gesetzlich geregelten Strukturmaßnahmen Voraussetzung für die Außenwirksamkeit der Maßnahme ist[782] und eine gegen den zustimmenden Beschluss erhobene Anfechtungsklage die regelmäßig erforderliche Eintragung der Maßnahme in das Handelsregister[783] hindert, lässt die Kassation des Zustimmungsbeschlusses in Fällen einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz die Wirksamkeit der Maßnahme im Außenverhältnis gerade unberührt.[784] Auch Eintragungserfordernisse, deren Erfüllung durch Anfechtungsklagen verzögert werden könnte, bestehen in diesen Fällen nicht.

Würde wegen eines angeblichen Informationsmangels eine Anfechtungsklage gegen den zustimmenden Beschluss der Hauptversammlung zu der Fusion durch NewCo-Übernahme erhoben, obläge es dem Vorstand, darüber zu entscheiden, ob er den Beschluss trotz der anhängigen Anfechtungsklage vollziehen und die nächsten Schritte zum Vollzug der Transaktion einleiten will. Im Ausgangspunkt wäre für diese Entscheidung allein die objektive Rechtslage maßgebend.[785] Wäre der Hauptversammlungsbeschluss rechtmäßig, müsste der Vorstand ihn vollziehen (§ 83 Abs. 2 AktG); wäre er rechtswidrig, dürfte der Vorstand ihn nicht vollziehen.[786] Eine Anfechtungsklage, die auf einen von Rechts wegen

782 Vgl. etwa § 293 Abs. 1 Satz 1 AktG; § 13 Abs. 1 Satz 1 UmwG.

783 Vgl. z.B. § 16 Abs. 2 Satz 1 UmwG, wonach der Vorstand bei der Anmeldung einer Verschmelzung erklären muss, dass keine Anfechtungsklage gegen den Verschmelzungsbeschluss anhängig ist (formelle Registersperre); eine Anfechtungsklage z.B. gegen einen nach § 184 Abs. 1 Satz 1 AktG eintragungspflichtigen Kapitalerhöhungsbeschluss führt regelmäßig nach § 21 Abs. 1 Satz 1 FamFG zu einer Aussetzung des Eintragungsverfahrens (faktische Registersperre). In einem gewissen Maß schaffen in diesen Fällen allerdings die Freigabeverfahren Abhilfe.

784 Siehe oben S. 120 ff.

785 *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 83 Rn. 11; *Habersack/Foerster*, in: Großkomm AktG, § 83 Rn. 12; *Haertlein*, ZHR 168 (2004), 437, 446 f.

786 *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 83 Rn. 12; *ders.*, BB 2005, 2025, 2026; *Liebscher*, in: BeckHdbAG, § 6 Rn. 102.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

nicht bestehenden Informationsmangel gestützt wäre, würde den Vorstand also nicht daran hindern, den Beschluss zu vollziehen.

Allerdings wird die Frage, ob eine Auskunft zu Recht oder zu Unrecht verweigert wurde, nicht immer eindeutig zu beantworten sein. Wie sich der Vorstand in solchen Zweifelsfällen verhalten sollte, ist im Detail noch nicht geklärt.[787] Richtigerweise wird davon auszugehen sein, dass der Vorstand in einer solchen Situation eine Abwägung vorzunehmen hat.[788] In diese wird zum einen die Schwere des geltend gemachten Anfechtungsgrundes einzustellen sein.[789] Zum anderen wird der Vorstand die Nachteile zu berücksichtigen haben, die der Gesellschaft drohen, wenn der Vollzug des Hauptversammlungsbeschlusses aufgeschoben wird.[790]

Im Fall der Fusion durch NewCo-Übernahme dürfte diese Abwägung in aller Regel zugunsten des Vollzugs des angefochtenen Hauptversammlungsbeschlusses und damit der Weiterführung des Fusionsvorhabens ausfallen. Ein Informationsmangel ist zwar kein zu vernachlässigender Anfechtungsgrund, weil eine angemessene Information der Aktionäre die Grundlage für deren Willensbildung ist. Andererseits ist aber zu berücksichtigen, dass ein Aufschub des Fusionsvorhabens mutmaßlich dessen endgültiges Scheitern zur Folge hätte. Denn bis zu einer rechtskräftigen Entscheidung über die Anfechtungsklage können unter Umständen mehrere Jahre vergehen, in denen sich die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen, die wirtschaftliche Lage der Fusionspartner und der Wert ihrer Unternehmen grundlegend verändern können. Auch wäre nicht sicher, dass die in diesem Zeitraum unabhängig voneinander weitergeführten Unternehmen danach noch in gleicher Weise zusammenpassen und sich aus ihrem Zusammenschluss dieselben Synergien ergeben würden wie ursprünglich erwartet. Schließlich müsste damit gerechnet werden, dass die aus kartellrechtlichen Gründen erforderlichen Deinvestitionsmaßnahmen nicht mehr zu den geplanten Bedingungen durchgeführt werden könnten.

Da der Zusammenschluss nach Ansicht des Vorstands aber im Gesellschaftsinteresse läge, würde er in der Regel nur zu der Einschätzung gelangen können, dass der Vollzug des Hauptversammlungsbeschlusses nicht

787 *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 83 Rn. 12.

788 Vgl. *Volhard*, ZGR 1996, 55, 63 f., nach dem sich der Vorstand in diesem Fall in einer „Abwägungslage" befindet; ähnlich wohl auch *Liebscher*, in: BeckHdbAG, § 6 Rn. 102, der einen unternehmerischen Handlungsspielraum betont.

789 In diesem Sinne wohl *Volhard*, ZGR 1996, 55, 64.

790 *Liebscher*, in: BeckHdbAG, § 6 Rn. 102.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

bis zu einer rechtskräftigen Entscheidung über die Anfechtungsklage aufgeschoben werden könnte.

Vor diesem Hintergrund ist kaum zu erwarten, dass der Vorstand allein aus Gründen der Vorsicht bereit sein würde, in erheblichem Umfang auch solche Informationen preiszugeben, die die Aktionäre nach § 131 AktG nicht beanspruchen könnten.

III. Vergleich der Informationslagen

1. Gegenstand der Informationsmechanismen

a) Wirtschaftlicher Hintergrund der Transaktion

Der wirtschaftliche Hintergrund der Transaktion wird im Rahmen des Übernahmeangebots sowohl in der Angebotsunterlage und dem ihr beigefügten Wertpapierprospekt der NewCo als auch in der Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat des deutschen Fusionspartners erläutert. Diese Informationsquellen, insbesondere der Wertpapierprospekt, sind darauf gerichtet, den Aktionären alle Informationen zur Verfügung zu stellen, die für eine Investition in die NewCo wesentlich sind.[791] Demselben Zweck würde auch der vor einer Hauptversammlung zu erstellende Vorstandsbericht dienen.

Insbesondere müsste der Vorstand sowohl im Vorstandsbericht als auch in der Stellungnahme nach § 27 WpÜG darlegen, weshalb der Zusammenschluss aus seiner Sicht im Interesse der Gesellschaft liegt. Er müsste in beiden Fällen auf die unternehmerische Alternative eingehen, dass der deutsche Fusionspartner unabhängig bleibt, und erläutern, weshalb der Zusammenschluss im Vergleich dazu vorzugswürdig ist. Die danach erforderlichen Angaben gehen aber weder nach dem Grad ihrer Detailliertheit noch nach dem ihrer Informationstiefe über diejenigen hinaus, die sich aus den im Rahmen eines Übernahmeangebots vorgeschriebenen Informationsquellen ergeben. Insbesondere aufgrund der ins Einzelne gehenden

791 Anders *Zetzsche*, in: KölnKommAktG, § 179a Rn. 40, welcher davon ausgeht, dass die Informationen im Rahmen des Übernahmeangebots ausschließlich eine informierte Austrittsentscheidung ermöglichen sollen; ähnlich *Muck*, Defizite im deutschen Übernahmerecht, Rn. 872 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

gesetzlichen Anforderungen an den Inhalt des Wertpapierprospekts[792] ergeben sich daraus sogar weitergehende Anforderungen, als sie für einen Vorstandsbericht bestehen. Während der Zweck des Vorstandsberichts darin besteht, aus dem laufenden Geschäft heraus über eine besonders einschneidende Maßnahme zu berichten, soll der Prospekt den Emittenten und dessen Unternehmen so detailliert beschreiben, dass der Anleger seine Investitionsentscheidung auf diese Informationen gründen kann.[793]

b) Business Combination Agreement

Sowohl im Rahmen des Übernahmeangebots als auch bei einem Hauptversammlungsbeschluss müsste der Vorstand den Aktionären den wesentlichen Inhalt des BCA bekanntgeben.[794] Im Fall einer Hauptversammlungskompetenz wäre es nach der hier vertretenen Auffassung darüber hinaus erforderlich, das BCA in seinem vollständigen Wortlaut auszulegen und den Aktionären auf Verlangen vorab zuzusenden.[795] Auf diese Weise hätten die Aktionäre im Falle eines Hauptversammlungsbeschlusses die Möglichkeit, sich selbst ein Bild darüber zu verschaffen, ob der Vorstand tatsächlich alle wesentlichen Gesichtspunkte des Vertrags in seinen Bericht aufgenommen hat.

Diese Möglichkeit haben sie im Rahmen des Übernahmeangebots nicht notwendigerweise. Denn die Fusionspartner sind in diesem Fall übernahmerechtlich nicht dazu verpflichtet, den Aktionären der Zielgesellschaft den vollständigen Text des BCA – z.B. durch die Bereitstellung zum Download – zugänglich zu machen.[796]

---

792 Siehe dazu Art. 6 i.V.m. Anhang I der VO 2017/1129 (EU) und Artikel 12 i.V.m. Anhang 11 der VO 2019/980 (EU).

793 Diesem Zweck dienen z.B. die in Abschnitt 2 des Anhangs 11 der VO 2019/980 (EU) geforderten Informationen zu „Strategie, Leistungsfähigkeit und Unternehmensumfeld".

794 Siehe oben S. 182 und 198.

795 Siehe oben S. 199.

796 Im Fall des Fusionsvorhabens Deutsche Börse/New York Stock Exchange haben die Fusionspartner dies allerdings freiwillig getan (Angebotsunterlage, Anhang 2, Anlage A, S. G 2 ff.); vgl. für den Fall Linde/Praxair Annex A des bei der amerikanischen *Securities Exchange Commission* eingereichten S-4 Registration Statement, abrufbar unter: http://lindepraxairmerger.com/websites/lindepraxair/English/2200/praxair-shareholders.html.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Allerdings wird eben diese Prüfung im Rahmen des Übernahmeangebots von der BaFin vorgenommen.[797] Die Möglichkeit, den gesamten Text des BCA einzusehen, bietet daher nur eine sehr geringe zusätzliche Entscheidungshilfe.

c) Höhe der Gegenleistung

Im Übernahmeverfahren muss die NewCo den Wert ihrer als Gegenleistung angebotenen Aktien anhand einer Unternehmensbewertung ermitteln lassen und in der Angebotsunterlage in den Grenzen des § 2 Nr. 3 WpÜG-AV über deren Ergebnis berichten. Diese Bewertung ist in den von Vorstand und Aufsichtsrat des deutschen Fusionspartners abzugebenden Stellungnahmen auf der Grundlage der von ihnen eingeholten *fairness opinions* zu plausibilisieren. Darüber hinaus können sich die Aktionäre bereits wenige Tage nach Beginn der Annahmefrist anhand des Börsenkurses der zum Umtausch eingereichten Aktien einen Eindruck davon verschaffen, wie der Kapitalmarkt die NewCo bewertet.

Auch in einem Vorstandsbericht müsste die Bewertung der NewCo erläutert werden. Diese Ausführungen wären ebenfalls auf eine vollständige Unternehmensbewertung der NewCo zu stützen. Im Vorstandsbericht wären die wesentlichen Ergebnisse dieser Unternehmensbewertung zu erläutern. Insofern ginge die Pflicht zur Information der Aktionäre über die Information im Rahmen des Übernahmeangebots hinaus.

Die bessere Informationslage hinsichtlich des fundamentalen Werts der NewCo bei einem Hauptversammlungsbeschluss fällt jedoch nicht entscheidend ins Gewicht. Für die Beurteilung des Umtauschverhältnisses ist der Unternehmenswert, der durch die fundamentale Bewertung der NewCo ermittelt wird, eher von untergeordneter Bedeutung, weil es bei einer Durchführung des Zusammenschlusses weder für die tauschenden noch für die nicht tauschenden Aktionäre die Möglichkeit gäbe, diesen Wert tatsächlich zu realisieren.

Für die nicht tauschenden Aktionäre führt die Fusion durch NewCo-Übernahme nicht zu einem Abfindungsanlass, bei dem es auf den fundamentalen Wert der NewCo ankäme. Bei den Abfindungsanlässen, die sich im Zuge der Integration des deutschen Fusionspartners in den Konzern der NewCo durch Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags und einen eventuellen *Squeeze-Out* ergeben, hängt die Höhe

797 Siehe oben S. 182.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

der den außenstehenden Aktionären zu zahlenden Abfindung nicht von dem Unternehmenswert der NewCo, sondern von dem des deutschen Fusionspartners ab.

Auch diejenigen Aktionäre des deutschen Fusionspartners, die ihre Anteile in das Angebot einliefern, können durch Veräußerung der als Gegenleistung angebotenen Aktien der NewCo lediglich deren Börsenwert realisieren, für den allein der Börsenkurs der zum Umtausch eingereichten Aktien ein verlässliches Indiz darstellt.

Die Informationen, die den Aktionären in einem Vorstandsbericht zur Höhe der Gegenleistung zur Verfügung gestellt werden müssten, gehen damit nur unwesentlich über die Informationen hinaus, die sie ohnehin im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot erhalten. Diese Informationen sind zudem für die Entscheidung der Aktionäre von eher untergeordneter Bedeutung.

2. Kontrollmechanismen

Die Angebotsunterlage und der Wertpapierprospekt werden vor der Veröffentlichung von der BaFin überprüft. Zudem wird der Bieter durch die drohende Haftung für eine unrichtige oder unvollständige Angebotsunterlage zur gewissenhaften Erfüllung seiner Pflichten angehalten.[798]

Demgegenüber unterliegt der Vorstandsbericht keiner Prüfung, weder durch die BaFin noch durch einen Wirtschaftsprüfer. Die einzige Möglichkeit, die die Aktionäre haben, um dessen Vollständigkeit und Richtigkeit zu überprüfen, besteht in der Ausübung ihres Auskunftsrechts. Im Fall eines Hauptversammlungsbeschlusses über den Abschluss des BCA stellt dieses aber kein besonders wirksames Kontrollinstrument dar, weil eine auf die Auskunftsverweigerung gestützte Anfechtungsklage gegen den zustimmenden Hauptversammlungsbeschluss keine Auswirkungen auf den weiteren Fortgang der Transaktion hätte.

---

798 Bieter ist im Fall der Fusion durch NewCo-Übernahme nur die NewCo. Allerdings wird der deutsche Fusionspartner in der Regel als eine mit der NewCo gemeinsam handelnde Person im Sinne des § 2 Abs. 5 WpÜG anzusehen sein. Als solche haftet auch der deutsche Fusionspartner als Veranlasser im Sinne des § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG für die Angebotsunterlage (vgl. *Wackerbarth*, in: MünchKommAktG, § 12 WpÜG, Rn. 22; Begr. RegE, BT-Drs. 14/7034, S. 42), sodass auch im Fall der Fusion durch NewCo-Übernahme die disziplinierende Wirkung der Haftung für die Angebotsunterlage nicht leerläuft.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Die im Zusammenhang mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage drohende Haftung führt zu einem deutlich stärkeren Anreiz, richtig und vollständig zu informieren.[799]

C. Ablauf der Willensbildung

Im folgenden Abschnitt werden die Willensbildungsprozesse, die bei der Reaktion auf das Umtauschangebot ablaufen, mit denen verglichen, die sich im Rahmen einer Hauptversammlung abspielen würden. Im Vordergrund steht dabei die Frage, ob die unterschiedlichen Verfahren die gleiche Gewähr dafür bieten, dass die Aktionäre ihre Entscheidung unbeeinflusst von Zwängen, die sich aus taktischen Rücksichtnahmen ergeben, nach ihrer wirklichen Überzeugung treffen können.

I. Für die Entscheidungsfindung maßgebliche Gesichtspunkte

In der Literatur ist die Frage aufgeworfen worden, ob sich die Willensbildungsprozesse in beiden Fällen nicht schon deshalb grundlegend voneinander unterscheiden, weil die den Aktionären jeweils abverlangte Entscheidung nicht dieselbe sei. Das Übernahmeangebot wende sich an den Aktionär in seiner Eigenschaft als Anleger. Als solcher werde er sich allein von der Überlegung leiten lassen, welche Entscheidung die für ihn finanziell günstigste sei. Demgegenüber werde er bei einem Hauptversammlungsbeschluss in seiner Eigenschaft als Verbandsmitglied angesprochen, das als solches dazu aufgerufen sei, die nach dem Maßstab des Gesellschaftswohls beste Entscheidung zu treffen.[800]

Auch wenn der gedankliche Ausgangspunkt dieser Unterscheidung zutreffen mag,[801] ist allerdings nicht zu erwarten, dass sich die Aktionäre in ihren unterschiedlichen Rollen auch von unterschiedlichen Gesichtspunkten leiten lassen würden. Maßgeblich für ihre Entscheidung wird in bei-

---

799 Für den Vorstandsbericht sieht das Gesetz demgegenüber kein besonderes Haftungsregime vor. Da keine unmittelbaren Rechtsbeziehungen zwischen Vorstand und Aktionären bestehen, könnten eventuelle Schadensersatzansprüche allenfalls aus Delikt – allerdings wegen fehlender Verletzung eines absoluten Rechts i.S. dieser Vorschrift nicht aus § 823 Abs. 1 BGB – hergeleitet werden.

800 Vgl. den von *Wilsing*, FS Marsch-Barner, S. 595, 602 referierten Gedanken, den dieser sich allerdings nicht zu eigen macht.

801 *Wilsing*, FS Marsch-Barner, S. 595, 602.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

den Fällen die Beurteilung der eigenen Interessenlage sein. Die Vorstellung, dass die Aktionäre ihr Abstimmungsverhalten in der Hauptversammlung unter Hintanstellung persönlicher Belange allein nach einem von ihnen als solches erkannten Gesellschaftswohl ausrichten könnten, erscheint lebensfremd, zumal die Aktionäre zu einer solchen Zurückstellung ihrer eigenen Interessen rechtlich nicht verpflichtet sind.[802]

In der Regel[803] wird die Entscheidung, die ein Aktionär im Rahmen der Hauptversammlung treffen würde, daher seinem Verhalten während der Annahmefrist[804] des Übernahmeangebots entsprechen.[805]

II. Koordinationsmöglichkeiten

Ein weiterer Aspekt für die Bewertung des Willensbildungsprozesses sind die dabei bestehenden Koordinationsmöglichkeiten der Aktionäre. Dazu gehört zum einen die Möglichkeit, die eigene Entscheidung in Kenntnis des zu erwartenden Verhaltens der anderen Aktionäre und der dafür maßgeblichen Gründe zu treffen, zum anderen die Möglichkeit, durch Äuße-

802 Bei der Stimmabgabe in der Hauptversammlung setzt die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht zwar gewisse Grenzen für die Ausübung des Stimmrechts im eigenen Interesse. Diese werden jedoch nur in Ausnahmefällen, etwa in Sanierungskonstellationen, erreicht, vgl. BGH, Urt. v. 20.3.1995 – II ZR 205/94, BGHZ 129, 136 – *Girmes*; BGH, Urt. v. 1.2.1988 – II ZR 75/87, BGHZ 103, 184 – *Linotype*; vgl. *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 53a Rn. 57; zum Einfluss der Treuepflicht auf die Ausübung des Stimmrechts eingehend *Seibt*, ZIP 2014, 1909, 1912 ff. m.w.N. In der Konstellation der Fusion durch NewCo-Übernahme spielen diese Vorgaben keine Rolle.

803 Im Einzelfall können sich zwar Abweichungen ergeben: So könnte ein an einer Barabfindung interessierter Aktionär des deutschen Fusionspartners in der Hauptversammlung für den Zusammenschluss stimmen, ohne seine Aktien in das spätere Übernahmeangebot einzuliefern. Die darin liegende Diskrepanz wäre aber nicht auf die Berücksichtigung unterschiedlicher Interessenlagen zurückzuführen. Vielmehr würde der Aktionär in beiden Fällen seinem persönlichen Interesse folgen.

804 Zur Situation während der weiteren Annahmefrist unten S. 214 ff.

805 So auch *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, Vor § 311 AktG Rn. 45a: „Es kommt hinzu, dass das Tauschangebot im Allgemeinen von einer hohen Annahmequote abhängig gemacht wird; wird diese Quote erreicht, ist aber ein Beschluss der Hauptversammlung der operativen Gesellschaft schon deshalb ohne eigenen Wert, weil die Aktionäre, die das Angebot angenommen haben oder anzunehmen beabsichtigten, für den Zusammenschluss stimmen würden."

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

rung seiner eigenen Ansichten und Offenlegung seines beabsichtigten Verhaltens die Meinungsbildung der anderen Aktionäre zu beeinflussen.

Hierfür bietet die Beschlussfassung der Hauptversammlung auf den ersten Blick wesentlich bessere Voraussetzungen. Während es im Rahmen eines Übernahmeangebots kein organisiertes Forum gibt, auf dem sich die Aktionäre über die Zweckmäßigkeit des Zusammenschlusses austauschen und ihr Verhalten aufeinander abstimmen können, steht ihnen dafür bei einer Beschlussfassung der Hauptversammlung nicht nur diese selbst, sondern auch das Aktionärsforum nach § 127a AktG zur Verfügung.

Die praktische Bedeutung der sich daraus ergebenden Koordinationsmöglichkeiten sollte indessen nicht überschätzt werden. Aktionäre, die mit mindestens 3 % am Grundkapital der Gesellschaft beteiligt sind, sind aufgrund der wertpapierhandelsrechtlichen Mitteilungspflichten der §§ 33 ff. WpHG untereinander bekannt und in der Regel gut miteinander vernetzt. Sie sind somit für einen Meinungsaustausch weder auf die Hauptversammlung selbst noch auf das Aktionärsforum angewiesen.[806] Zudem werden sie ihre Entscheidungen zu den verschiedenen Tagesordnungspunkten der Hauptversammlung in der Regel schon vor deren Beginn getroffen haben, so dass nicht zu erwarten ist, dass sich ihre Vertreter durch die Diskussion in der Hauptversammlung noch zu einer spontanen Änderung des Abstimmungsverhalten bewegen lassen werden.[807]

Demgegenüber verhalten sich Kleinaktionäre zumeist rational apathisch.[808] In der Erkenntnis, dass sie aufgrund ihrer verschwindend geringen Beteiligungsquote ohnehin keine Möglichkeit haben, die Beschlussfassung zu beeinflussen, und die mit einer Teilnahme an der Hauptversammlung verbundenen Kosten bei weitem größer wären als der davon zu erwartende Nutzen, bleiben sie der Veranstaltung in der Regel von vornherein fern. Angesichts der geringen Hauptversammlungspräsenzen dieser Aktionärsgruppen dürfte daher auch eine Koordination unter den Kleinaktionären nicht erfolgversprechend sein.

---

806 Vgl. *Butzke*, in: GroßkommAktG, § 127a Rn. 3: „Konzeptionell aktive Investoren sind vielfach – wie etwa Hedgefonds – exzellent vernetzt und können so ihre Ziele kommunizieren und koordinieren, ohne die breite Öffentlichkeit ansprechen zu müssen."

807 Vgl. *Bachmann*, FS Roth, S. 37, 40; *Hofstetter*, ZGR 2008, 560, 566 f.

808 Vgl. etwa: *Clark*, Corporate Law, S. 390 ff.; *Roth,* Das Treuhandmodell des Investmentrechts, S. 185 ff.; *Wackerbarth*, ZGR 2005, 686, 687.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Jedenfalls bei börsennotierten Publikumsgesellschaften stellt die Hauptversammlung selbst daher kein geeignetes Forum für die Koordination der Aktionäre dar.[809]

Auch das Aktionärsforum schafft lediglich die Möglichkeit, im Bundesanzeiger zu gemeinsamer Antragstellung und zu gemeinsamer Stimmrechtsausübung aufzufordern (§ 127a Abs. 2 AktG) und auf eine weiterführende Internetpräsenz hinzuweisen (§ 127a Abs. 3 AktG). Das Aktionärsforum erlaubt also – anders als seine Bezeichnung suggeriert – nur einseitige Kommunikation und schafft kein Forum für einen unkomplizierten Austausch der Aktionäre untereinander.[810] § 127a AktG ist daher praktisch totes Recht.[811] Für die Koordination der Aktionäre hat das Aktionärsforum keine nennenswerte Bedeutung.

Eine deutlich bessere Möglichkeit für echten Austausch unter den Aktionären wird mit den Internetforen privater Anbieter sowie mit den sozialen Medien eröffnet. Diese erlauben mehrseitige Kommunikation, und der Zugang zu ihnen ist nicht durch die Hürden der Aktionärsforumsverordnung erschwert.[812] Die Nutzung dieser Foren ist aber nicht von einer Beschlussfassung der Hauptversammlung abhängig, sondern besteht auch im Rahmen eines Übernahmeangebots.

Auch Aktionärsvereinigungen – wie die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz oder die Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger – können unabhängig von der Art der Entscheidungsfindung ihre Mitglieder beraten und ihnen ein Forum für den Meinungsaustausch und die Koordination ihres Verhaltens zur Verfügung stellen.[813]

Ein Hauptversammlungsbeschluss stellt damit unter dem Gesichtspunkt der Koordinationsmöglichkeit der Aktionäre keinen wesentlich besseren Willensbildungsmechanismus als das Übernahmeangebot dar.

---

809 Vgl. *Bachmann*, FS Roth, S. 37, 40; *Hofstetter*, ZGR 2008, 560, 566 f. (dessen Überlegungen zur Situation in der Schweiz auf Deutschland übertragbar sind).

810 Vgl. *Noack/Zetzsche*, in: KölnKommAktG, § 127a Rn. 2; *Kubis*, in: MünchKomm AktG, § 127a Rn. 2.

811 *Butzke*, in: GroßkommAktG, § 127a Rn. 2; *Noack*, ZHR 183 (2019), 105, 110; *Rieckers*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 127a Rn. 3.

812 *Kubis*, in: MünchKommAktG, § 127a Rn. 2; *Rieckers*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 127a Rn. 3; § 3 AktFoV sieht ein Registrierungserfordernis vor, § 9 AktFoV erlaubt die Erhebung von Entgelten für die Nutzung des Aktionärsforums.

813 So auch im Fall Linde/Praxair geschehen, vgl. die Pressemitteilung der DSW vom 9.10.2017: „Umtauschangebot für Linde-Aktionäre nicht attraktiv", abrufbar unter https://www.dsw-info.de/presse/archiv-pressemitteilungen/pressemitteilungen-2017/dsw-umtauschangebot-fuer-linde-aktionaere-nicht-attraktiv/.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

III. Maß der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre

Bei einem hypothetischen Hauptversammlungsbeschluss besteht für die Aktionäre keine Veranlassung, ihre eigene Entscheidung von dem erwarteten Abstimmungsverhalten der anderen Aktionäre abhängig zu machen. Denn die Folgen, die sich für den einzelnen Aktionär aus dem Hauptversammlungsbeschluss ergeben, treten unabhängig davon ein, in welchem Sinn er selbst sein Stimmrecht ausgeübt hat. In der Übernahmesituation wirkt sich die Entscheidung des einzelnen Aktionärs hingegen nicht nur auf das Ergebnis des Übernahmeangebots aus, sondern bestimmt zugleich über die Situation, in der er sich nach dessen eventuellem Erfolg befindet. Der Eintritt dieses Erfolgs ist aber nicht nur von seinem eigenen Verhalten, sondern auch von dem ihm unbekannten Verhalten seiner Mitaktionäre abhängig. Diese Situation wird in der Spieltheorie als Gefangenendilemma bezeichnet.[814]

1. Gefangenendilemma

In der Literatur wird die Auffassung vertreten, dass aus der Ungewissheit über den Erfolg des Übernahmeangebots ein Druck auf die Aktionäre erwachse, ihre Anteile entgegen ihrem eigentlichen Willen in das Angebot einzuliefern, um im Erfolgsfall nicht als Minderheitsaktionäre in der künftig abhängigen Gesellschaft zurückzubleiben.[815] Im Folgenden soll der

814 Der Begriff „Gefangenendilemma" beschreibt die Situation zweier Gefangener, die beschuldigt werden, gemeinsam ein Verbrechen begangen zu haben, einzeln verhört werden und nicht miteinander kommunizieren können. Leugnen beide die Tat, erhalten beide eine niedrige Strafe, weil ihnen nur eine weniger streng bestrafte Tat nachgewiesen werden kann. Gestehen beide, erhalten beide dafür eine hohe Strafe, wegen ihres Geständnisses aber nicht die Höchststrafe. Gesteht jedoch nur einer der beiden Gefangenen, geht dieser als Kronzeuge straffrei aus, während der andere als überführter, aber nicht geständiger Täter die Höchststrafe bekommt. Das Dilemma der Entscheidungsfindung besteht darin, dass sich jeder Gefangene für ein bestimmtes Verhalten entscheiden muss, ohne die Entscheidung des anderen Gefangenen zu kennen, die sich aus seinem Verhalten ergebenden Folgen aber nicht nur von der eigenen Entscheidung, sondern auch von der Entscheidung des anderen abhängen.

815 *Hoffmann*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 119 Rn. 33a; vgl. auch *Muck*, Defizite im deutschen Übernahmerecht, Rn. 872; *Zetzsche*, in: KölnKommAktG, § 179a Rn. 40 spricht allgemein von Kollektivhandlungsproblemen, ohne diese im Einzelnen zu benennen.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Frage nachgegangen werden, ob dieser angebliche *pressure to tender*[816] tatsächlich besteht. Hierbei ist zwischen den einzelnen Angebotsstadien zu unterscheiden.

a) Auftreten des Gefangendilemmas in der ursprünglichen und in der verlängerten Annahmefrist

Während der regulären Annahmefrist wird das beschriebene Dilemma im Übernahmerecht vollständig aufgelöst.

Zum einen muss der Bieter während der Angebotsfrist erst wöchentlich, in der letzten Woche der Frist sogar täglich eine sogenannte Wasserstandsmeldung veröffentlichen. Darin hat er darüber zu informieren, wie viele Aktionäre das Angebot bereits angenommen haben (§ 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG). Hierdurch sind die Aktionäre während der Angebotsfrist laufend über das Verhalten ihrer Mitaktionäre informiert. Sie müssen ihre Entscheidung damit nicht in Unkenntnis des Verhaltens der Mitaktionäre treffen.[817] Der sich aus den Wasserstandsmeldungen ergebende Erkenntniswert ist zwar umso größer, je näher das Ende der Angebotsfrist rückt, und daher vor allem für die erst in einem späten Stadium einliefernden Aktionäre von Nutzen. Das sind in der Regel aber auch diejenigen, die nicht von Anfang an zur Annahme des Angebots entschlossen waren, sondern ihre Entscheidung vom mutmaßlichen Ausgang des Übernahmeverfahrens abhängig machen wollten.

Zum anderen können Aktionäre, die ihre Anteile bis zum Ablauf der Annahmefrist nicht eingeliefert haben, dies während zwei Wochen nach dem Ende der Angebotsfrist nachholen (weitere Annahmefrist), wenn die Mindestannahmeschwelle bis zum Ende der Angebotsfrist erreicht wurde (§ 16 Abs. 2 WpÜG). Die Aktionäre können daher gefahrlos abwarten, ob das Übernahmeangebot Erfolg hat, und ihre Anteile gegebenenfalls in der weiteren Annahmefrist einliefern, wenn sie bei einem Erfolg des Angebots nicht in der abhängigen Gesellschaft verbleiben wollen. Durch diese Regelung wird verhindert, dass die Befürchtung, als außenstehender Aktionär in einer abhängigen Gesellschaft zurückzubleiben, während der regulären

816 Vgl. grundlegend *Schwarz*, 17 J. Legal Stud. 165, 174 ff. (1988) unter der Überschrift „The Tender-in-Ignorance Factor", hierzu *Bebchuk*, 17 J. Legal Stud. 197 (1988), ferner: *Fleischer/Bueren*, in: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht, § 3 Rn. 109 ff. m.w.N.

817 Vgl. *Wackerbarth*, in: MünchKommAktG, § 23 WpÜG Rn. 2.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Annahmefrist Druck auf die Aktionäre ausübt, ihre Aktien in das Übernahmeangebot einzuliefern.

Lediglich während der weiteren Annahmefrist des § 16 Abs. 2 WpÜG kommt das Gefangenendilemma zum Tragen, weil der Bieter während dieser Frist keine Wasserstandsmeldungen mehr abgeben muss.[818] Da die weitere Annahmefrist ihrerseits nicht mehr um eine zweite weitere Annahmefrist verlängert wird, können die Aktionäre deren Ablauf nicht mehr abwarten, um in Kenntnis des Verhaltens der übrigen Aktionäre zu entscheiden. In diesem Zeitraum müssen sich die Aktionäre, die ihre Anteile noch nicht eingeliefert haben, daher tatsächlich in Unkenntnis des Verhaltens ihrer Mitaktionäre entscheiden.[819]

b) Grundsätzlich keine Auswirkungen auf die Willensbildung hinsichtlich des Zusammenschlusses

Das sich in diesem Stadium ergebende Gefangenendilemma hat aber normalerweise keine Auswirkungen auf den Willensbildungsprozess der Aktionäre. Denn bereits mit dem Ende der regulären Annahmefrist steht fest, ob die für den Vollzug des Übernahmeangebots erforderliche Mindestannahmeschwelle von 75% erreicht wurde. Ist das der Fall, hängt der Vollzug des Zusammenschlusses nur noch davon ab, dass die Kartellbehörden die erforderlichen Freigaben erteilen. Das Verhalten der verbliebenen Aktionäre während der weiteren Annahmefrist entscheidet lediglich über die endgültige Beteiligungshöhe der NewCo und damit unter Umständen über die Frage, welche Maßnahmen der Konzernintegration nach dem Übernahmeangebot durchgeführt werden können. Das Gefangenendilemma während der weiteren Annahmefrist kann daher einen Verkaufsdruck nur auf solche Aktionäre ausüben, die zwar bereit sind, in einer abhängigen und möglicherweise durch einen Unternehmensvertrag mit der New-

818 § 23 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG bezieht sich nur auf die Annahmefrist, nicht aber auf die weitere Annahmefrist. Eine Meldung muss nur nach Ablauf der weiteren Annahmefrist abgegeben werden (§ 23 Abs. 1 Nr. 3 WpÜG).

819 Kritisch hierzu *Witt*, NZG 2000, 809, 817, der seine Kritik jedoch vor dem Hintergrund der praktisch seltenen Konstellation entwickelt, dass der Bieter sein Übernahmeangebot ohne eine Mindestannahmeschwelle abgibt, die sicherstellt, dass er bei Vollzug des Übernahmeangebots die Gesellschaft kontrolliert. In diesen Fällen ist es möglich, dass der Kontrollwechsel erst in der weiteren Annahmefrist eintritt; Gegenkritik bei *Wackerbarth*, in: MünchKommAktG, § 23 WpÜG Rn. 3 mit dortiger Fn. 8.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Co verbundenen Gesellschaft zu verbleiben, aber nicht das Risiko eingehen wollen, ihr Mitgliedschaftsrecht im Rahmen eines *Squeeze-Out* zu verlieren. Diese Aktionäre könnten sich dazu veranlasst sehen, ihre Anteile vorsichtshalber einzuliefern. Diese Entscheidung würde sich aber nicht mehr darauf auswirken, ob der Zusammenschluss überhaupt zustande kommt.

c) Verkaufsdruck bei Herabsetzung der Mindestannahmeschwelle unter 75%

Ein für die Willensbildung der Aktionäre relevanter Verkaufsdruck kann allerdings in Fällen entstehen, in denen die Mindestannahmeschwelle während der regulären Annahmefrist auf weniger als 75% herabgesetzt wird.

Auch an die Überschreitung der herabgesetzten Mindestannahmeschwelle schließt sich gemäß § 16 Abs. 2 Satz 2 WpÜG die weitere Annahmefrist an. Da die Fusionspartner jedoch aus steuerrechtlichen Gründen darauf angewiesen sein können, dass eine höhere Annahmeschwelle als die regelmäßig gewählten 60% erreicht wird und den Zusammenschluss deshalb nur bei Erreichen dieser höheren Schwelle weiterverfolgen werden,[820] kann der Vollzug des Zusammenschlusses in dieser Konstellation ausnahmsweise davon abhängen, wie sich die Aktionäre während der weiteren Annahmefrist verhalten. In dieser Situation kann aus der Ungewissheit des Ausgangs tatsächlich ein Druck auf die Aktionäre erwachsen, ihre Anteile einzuliefern.

2. Die Rolle der Indexfonds

Sind die Aktien des deutschen Fusionspartners Bestandteil eines Aktienindex, besteht sein Aktionariat zum Teil aus Fonds, deren Anlageziel darin besteht, diesen Index abzubilden (sog. Indexfonds).

Legt der Vorstand die Fusion durch NewCo-Übernahme der Hauptversammlung zur Beschlussfassung vor, können Indexfonds dort ohne rechtliche Beschränkungen über den Zusammenschluss abstimmen. Bei der Reaktion auf das Übernahmeangebot wird ihr Verhalten hingegen durch ihr

820 Siehe oben S. 30 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

spezielles Anlageziel bestimmt, dem sie auch während der Annahmefrist verpflichtet bleiben.

Da die Abgabe des Übernahmeangebots als solche die Zusammensetzung des Index noch nicht verändert, müssen die Indexfonds die für die Replikation des Index erforderlichen Anteile[821] am deutschen Fusionspartner zunächst weiter halten. Im weiteren Verlauf des Übernahmetauschangebots kann es allerdings zu einer Indexumstellung kommen. Jedenfalls für die von der Deutsche Börse AG herausgegebenen Aktienindizes sehen die Indexregeln im Fall eines Übernahmetauschangebots eine außerordentliche Indexumstellung vor, sobald der Anteil der in das Übernahmeangebot eingelieferten Aktien nach den Wasserstandsmeldungen gemäß § 23 WpÜG 50% des Grundkapitals überschreitet. Anstelle der bis dahin im Index enthaltenen Aktien wird dann die neue Gattung der zum Umtausch eingereichten Aktien in den Index aufgenommen.[822] Um diesen weiterhin korrekt abzubilden, müssen die Indexfonds daher von diesem Zeitpunkt an ihre Anteile am deutschen Fusionspartner in das Übernahmeangebot einliefern.

Ungeachtet dieser regelbasierten Automatismen sind auch die Indexfonds nicht zu vollständiger Passivität verurteilt. Sie können sich gegenüber der NewCo unwiderruflich dazu verpflichten, ihre Anteile unter der Bedingung in das Übernahmeangebot einzuliefern, dass die zum Umtausch eingereichten Aktien in den jeweiligen Referenzindex aufgenommen werden (sog. *irrevocable undertaking*). Anteile, für die eine solche unwiderrufliche Einlieferungsverpflichtung eingegangen wurde, werden für die Zwecke der Mindestannahmeschwelle bereits als eingeliefert gewertet, so dass die Indexfonds auf diesem Weg zu einem Erfolg des Übernahmeangebots beitragen können.[823] In die entgegengesetzte Richtung können sie

821 Diese Ausführungen gelten nicht für Indexfonds, die den Index ausschließlich synthetisch, d.h. über Swaps und andere Derivate replizieren, ohne die in ihm enthaltenen Aktien selbst zu halten. Diese ursprünglich sehr verbreitete Form der Replikation ist auf dem Markt allerdings eher im Rückzug begriffen, weil die synthetische Replikation wegen des damit verbundenen Kontrahentenrisikos unter Anlegerschutzgesichtspunkten nicht unproblematisch erscheint. In Deutschland kommt der steuerliche Gesichtspunkt hinzu, dass synthetisch replizierende Aktienfonds keine Aktienfonds i.S.v. § 2 Abs. 6 des Investmentsteuergesetzes (InvStG) sind, so dass Anleger bei ihnen nicht in den Genuss der in § 20 Abs. 1 InvStG für diese Fondsgattung vorgesehenen dreißigprozentigen Teilfreistellung der Erträge kommen.

822 Sofern die zum Umtausch eingereichten Aktien die sonstigen Indexregeln erfüllen, vgl. hierzu bereits oben S. 44 f.

823 Vgl. die Angebotsunterlage Linde/Praxair, Anhang 3, S. 206.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

allerdings keinen Einfluss nehmen. Denn es gibt keinen Mechanismus, der den Einlieferungszwang aufheben könnte, der sich aus der Indexumstellung für sie ergibt.

3. Bewertung

Sowohl das in bestimmten Fällen auftretende Gefangenendilemma als auch der für Indexfonds nach der Indexumstellung geltende Einlieferungszwang haben zur Folge, dass nicht alle Aktionäre stets ohne Rücksicht auf das erwartete oder tatsächliche Verhalten der anderen Aktionäre über die Annahme des Umtauschangebots entscheiden können, sondern sich unter Umständen dazu gedrängt bzw. gezwungen sehen, ihm durch Einlieferung ihrer Aktien zum Erfolg zu verhelfen.

Für die Frage, ob den Aktionären die Folgen des Vollzugs des Übernahmeangebots aufgrund ihrer Mitwirkung im Übernahmeangebot zuzurechnen sind, ist die darin liegende Beeinträchtigung der Entscheidungsfreiheit grundsätzlich von Bedeutung. Zwei Aspekte sprechen jedoch dagegen, ihr ausschlaggebendes Gewicht beizumessen.

a) Notwendigkeit einer einfachen Kapitalmehrheit ist sichergestellt

Die beschriebenen Beeinträchtigungen der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre können erst dann zum Tragen kommen, wenn die Inhaber von mindestens 50% des gesamten Grundkapitals ihre Anteile eingeliefert haben, ohne hierzu faktisch oder rechtlich gedrängt gewesen zu sein, so dass der Vorstand den Zusammenschluss nicht gegen eine Mehrheit des Kapitals herbeiführen kann.

Die Notwendigkeit einer einfachen Kapitalmehrheit bleibt nur vordergründig hinter dem für einen Hauptversammlungsbeschluss geltenden Erfordernis einer Zustimmung von 75% des dabei vertretenen Grundkapitals zurück. Da die Hauptversammlungspräsenzen bei börsennotierten Aktiengesellschaften relativ niedrig sind, wird dieses Erfordernis in der Regel nämlich schon dann erfüllt, wenn etwa 50% des gesamten Grundkapitals zustimmen.[824] Häufig wird eine Hauptversammlungsmehrheit von 75% schon unterhalb einer einfachen Mehrheit des Grundkapitals erreicht.

824 Vgl. z.B. die Studien der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V., die für das Jahr 2015 für die DAX30-Gesellschaften eine durchschnittliche Präsenz von

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Damit hat die freiwillige Einlieferung von 50% des gesamten Kapitals eine ähnliche Legitimationswirkung wie ein mit Dreiviertelmehrheit gefasster Hauptversammlungsbeschluss.

Dem Umstand, dass sich nach dem Erreichen einer Kapitalmehrheit in bestimmten Konstellationen Beeinträchtigungen der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre ergeben können, die ihre Anteile zu diesem Zeitpunkt noch nicht eingeliefert haben, kommt deshalb nur geringe Bedeutung zu.

b) Verhalten der Indexfonds

Im Fall der Indexfonds könnte der sich aus einer Indexumstellung ergebende Einlieferungszwang zudem nur dann als Einschränkung ihrer Entscheidungsfreiheit gewertet werden, wenn davon ausgegangen werden könnte, dass sie sich im Fall eines Hauptversammlungsbeschlusses anders entschieden hätten, als es ihrer durch das Anlageziel bestimmten Reaktion auf das Umtauschangebot entspricht.

aa) Anreize für verwaltungskonformes Stimmverhalten?

Der sich aus der Indexumstellung ergebende Einlieferungszwang hätte von vornherein keine praktische Bedeutung, wenn eine in der Literatur vertretene Auffassung zuträfe, nach der die Anbieter von Indexfonds ohnehin besondere Anreize dafür haben, sich bei Hauptversammlungsbeschlüssen nicht gegen die Pläne der Verwaltung zu stellen.[825]

Zum Teil beruht diese Hypothese zwar auf Besonderheiten der amerikanischen Rechtsordnung, die für das Verhalten von Indexfonds in ihrer Eigenschaft als Aktionäre deutscher Aktiengesellschaften nicht von Belang

---

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/. Anzumerken ist allerdings, dass insbesondere für den DAX30 seit 2015 eine steigende Tendenz zu verzeichnen ist, im Jahr 2018 lag die durchschnittliche Präsenz in den DAX30-Unternehmen bei 65,3%, vgl. z.B. https://www.barkowconsulting.com/hv-saison-2018-mit-rekordpraesenz/.

825 *Bebchuk/Hirst*, ECGI Law Working Paper No. 433/2018, Stand Mai 2019, abrufbar unter http://ssrn.com/abstract_id=3282794, S. 21 ff. mit empirischer Untermauerung S. 41 f.; *Lund*, 43 J. Corp. L. 493, 513 (2018).

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

sind.[826] Ein nach Auffassung von *Bebchuk* und *Hirst* besonders starkes Argument[827] ist aber auch für die deutschen Verhältnisse nicht ohne weiteres von der Hand zu weisen. Es ergibt sich daraus, dass das von Indexfonds verwaltete Vermögen in den letzten Jahren stark gewachsen ist,[828] ohne dass die sich daraus ergebenden Möglichkeiten der Einflussnahme auf die Aktiengesellschaften, an denen sie Anteile halten,[829] bisher entsprechende Regulierungsmaßnahmen nach sich gezogen haben.[830] Dies – so wird argumentiert – könne sich ändern, wenn die Indexfonds ihre Einflussmöglichkeiten durch die Ablehnung von Verwaltungsvorschlägen offenlegen und den Verwaltungen der Aktiengesellschaften dadurch Anlass dazu geben würden, sie als Störenfriede zu brandmarken, die die Unternehmensführung der Gesellschaften torpedieren.[831]

---

826 Von Bedeutung sind insbesondere Regelungen der amerikanischen „401(k)-pensionplans" (benannt nach der sie betreffenden Norm im Internal Revenue Code, 26 US § 401[k]), nach denen die Manager der in den Indizes notierten Unternehmen erheblichen Einfluss darauf haben, ob und in welchen Indexfonds die Mittel aus diesen Sparplänen angelegt werden. Daneben entstehen Fonds, die amerikanischer Regulierung unterliegen, zusätzliche Kosten, wenn sie gegen Vorschläge der Verwaltung stimmen, weil in diesem Fall deutlich aufwändigere Dokumentationspflichten gegenüber der SEC ausgelöst werden, vgl. *Bebchuk/Hirst*, ECGI Law Working Paper No. 433/2018, Stand Mai 2019, abrufbar unter http://ssrn.com/abstract_id=3282794, S. 22 ff. (unter "2. Business Ties with Corporate Managers") und S. 25 f. (unter „Avoiding Section 13(d) Filer Status"); *Lund*, 43 J. Corp. L. 493, 513 (2018).

827 *Bebchuk/Hirst*, ECGI Law Working Paper No. 433/2018, Stand Mai 2019, abrufbar unter http://ssrn.com/abstract_id=3282794, S. 26.

828 Das weltweit von Indexfonds verwaltete Vermögen ist von etwa 400 Mrd. USD im Jahr 2005 auf über 4,6 Bill. USD gestiegen, vgl. zur Entwicklung https://de.statista.com/statistik/daten/studie/219372/umfrage/weltweit-in-etfs-verwaltetes-vermoegen-seit-1997/. Für Deutschland ist eine Steigerung des von Indexfonds verwalteten Vermögens von 17 Mrd. € im Jahr 2006 auf über 131 Mrd. € im Jahr 2017 zu verzeichnen, vgl. https://de.statista.com/statistik/daten/studie/873965/umfrage/verwaltetes-vermoegen-der-etfs-in-deutschland/.

829 *Coates*, Harvard Public Law Working Paper, No. 19-07, Stand September 2018, abrufbar unter: http://ssrn.com/abstract=3247337, S. 2: „Unless law changes, the effect of indexation will […] produce the greatest concentration of economic control in our lifetimes"; S. 13: „indexed funds own more than 20% and perhaps 30% or more of nearly all U.S. public companies".

830 *Bebchuk/Hirst*, ECGI Law Working Paper No. 433/2018, Stand Mai 2019, abrufbar unter http://ssrn.com/abstract_id=3282794, S. 26.

831 *Bebchuk/Hirst*, ECGI Law Working Paper No. 433/2018, Stand Mai 2019, abrufbar unter http://ssrn.com/abstract_id=3282794, S. 27: „corporate managers […] would argue that the interventional strategy would destroy value. They may claim that the Big Three [*scil.* Blackrock, Vanguard und State Street] would be

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Auf der anderen Seite sehen sich institutionelle Investoren seit der Finanzkrise der Jahre 2007-2009 verstärkt der öffentlichen Erwartung ausgesetzt, ihr Stimmrecht nicht brachliegen zu lassen, sondern sich in den Gesellschaften, an denen sie beteiligt sind, aktiv zu engagieren.[832] Vor diesem Hintergrund dürfte es den Verwaltungen der Aktiengesellschaften schwerfallen, ein von ihren eigenen Vorschlägen abweichendes Abstimmungsverhalten von Indexfonds als geschäftsschädigenden Aktionismus zu diskreditieren. Deshalb erscheint die Annahme, dass sich die Anbieter von Indexfonds aus Furcht vor Regulierungsmaßnahmen dazu veranlasst sehen könnten, ihr Stimmrecht grundsätzlich im Sinne der Verwaltungsvorschläge auszuüben, nicht plausibel.

bb) Geringes Interesse an der informierten Ausübung des Stimmrechts

Von größerer Bedeutung für das Abstimmungsverhalten der Indexfonds in den Hauptversammlungen könnte jedoch der Umstand sein, dass deren Management typischerweise kein Interesse an einer informierten Ausübung der Aktionärsrechte in der Hauptversammlung hat.[833]

---

excessively micromanaging or second-guessing the business decisions of well-informed managers, creating distraction, or pressuring them toward short-termism."

832 Vgl. zu dieser sogenannten *Stewardship*-Diskussion nach der Finanzkrise statt vieler: *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221 mit umfangreichen Nachweisen; aus jüngerer Zeit *Hell*, NZG 2019, 338; monographisch: *Inci*, Shareholder Engagement, passim.

833 Vgl. *Bebchuk/Cohen/Hirst*, 31 Journal of Economic Perspectives 89, 90 (2017, Heft 3): „index funds have especially poor incentives to engage in stewardship activities that could improve governance and increase value". Die wissenschaftliche Durchdringung der Auswirkungen, die die passiven Anlagestrategien speziell von Indexfonds auf die Corporate Governance börsennotierter Gesellschaften haben, hat erst kürzlich stark zugenommen, vgl. etwa: *Coates*, Harvard Public Law Working Paper, No. 19-07, Stand September 2018, abrufbar unter: http://ssrn.com/abstract=3247337; *Fish/Hamdani/Solomon*, ECGI Law Working Paper No. 414/2018, Stand März 2019, abrufbar unter: http://ssrn.com/abstract_id=3192069; *Lund*, 43 J. Corp. L. 493 (2018); *Rock/Kahan*, NYU School of Law, Law & Economics Research Paper Series, Working Paper No. 18-39, 2019, abrufbar unter ssrn.com/abstract_id=3295098; aus dem deutschen Schrifttum: *Hell*, NZG 2019, 338; vgl. ferner in Bezug auf die Passivität von institutionellen Investoren im Allgemeinen monographisch *Inci*, Shareholder Engagement, S. 180 ff. und passim; ferner: *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Dies ist vor allem auf die Vergütungsstruktur der Indexfonds zurückzuführen. Die den Anbietern zustehende Verwaltungsvergütung bemisst sich nach einem – normalerweise sehr geringen[834] – Prozentsatz des verwalteten Vermögens. Investitionen in die informierte Ausübung von Aktionärsrechten würden sich für die Anbieter daher nur in dem Fall lohnen, dass der davon zu erwartende Wertzuwachs des von ihnen verwalteten Vermögens multipliziert mit dem Satz der Verwaltungsgebühr größer wäre als die dadurch verursachten zusätzlichen Kosten. Dies ist aber kaum zu erwarten und wäre im Übrigen nur schwer nachprüfbar.[835] Hinzu kommt, dass derartige Wertsteigerungen nicht nur dem Fonds zugutekommen würden, dessen Anbieter die entsprechenden Aufwendungen getragen hat, sondern allen Fonds, die den entsprechenden Index abbilden. Ein Indexfondsanbieter, der in die informierte Ausübung seiner Rechte investiert, könnte daher nicht erwarten, durch eine im Vergleich zu anderen Fonds bessere Wertentwicklung zusätzliche Anlagemittel anzuziehen.[836] Er müsste sich im Gegenteil wegen seiner höheren Kosten mit einer im Vergleich zu den konkurrierenden Fondsanbietern niedrigeren Rendite zufrieden geben.[837]

Wenn Indexfonds von ihrem Stimmrecht in der Hauptversammlung Gebrauch machen, geschieht dies deshalb in aller Regel nach einem *one-*

834 *Bebchuk/Hirst*, ECGI Law Working Paper No. 433/2018, Stand Mai 2019, abrufbar unter http://ssrn.com/abstract_id=3282794, S. 17 nennen Verwaltungsgebühren von 0,25%, 0,1% und 0,16% für die drei größten Anbieter von Indexfonds BlackRock, Vanguard und State Street.

835 Vgl. das Rechenbeispiel von *Bebchuk/Cohen/Hirst,* ECGI Law Working Paper No. 433/2018, Stand Mai 2019, abrufbar unter: unter http://ssrn.com/abstract_id=3282794, S. 18; *Lund*, 43 J. Corp. L. 493, 495 (2018); vgl. etwas zurückhaltender auch *Coates*, Harvard Public Law Working Paper, No. 19-07, Stand September 2018, abrufbar unter: http://ssrn.com/abstract=3247337, S. 15 ff.; ferner: *Hell*, NZG 2019, 338, 340; in Bezug auf institutionelle Investoren im allgemeinen bereits: *Rock*, 79 Geo. L.J. 445, 452 f. (1991); *Black/Coffee*, 92 Mich. L. Rev. 1997, 2055 ff. (1994).

836 *Bebchuk/Hirst*, ECGI Law Working Paper No. 433/2018, Stand Mai 2019, abrufbar unter http://ssrn.com/abstract_id=3282794, S. 19: „competition with other index funds gives index fund managers precisely zero additional incentive to invest in stewardship for any of their portfolio companies."; *Lund*, 43 J. Corp. L. 493, 511 (2018); anders in Bezug auf Wettbewerb mit aktiv verwalteten Fonds *Fish/Hamdani/Solomon*, ECGI Law Working Paper No. 414/2018, Stand März 2019, abrufbar unter: http://ssrn.com/abstract_id=3192069, S. 12 ff.; hiergegen aber *Bebchuk/Hirst,* aaO, S. 19 f.

837 *Bebchuk/Hirst*, ECGI Law Working Paper No. 433/2018, Stand Mai 2019, abrufbar unter http://ssrn.com/abstract_id=3282794, S. 19.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

size-fits-all-Konzept.[838] Dabei werden Entscheidungen ohne Auseinandersetzung mit den Umständen des jeweiligen Einzelfalls anhand von im Voraus festgelegten Kriterien getroffen. Ein solcher Ansatz kann zwar möglicherweise zu einer gewissen Verbesserung der allgemeinen Corporate Governance der Indexunternehmen beitragen.[839] Maßstäbe für die Beurteilung unternehmenspolitischer Einzelfragen – wie die Zweckmäßigkeit eines Unternehmenszusammenschlusses – ergeben sich daraus aber nicht.[840] Soweit ersichtlich wurden bisher auch noch keine empirischen Untersuchungen zu der Frage veröffentlicht, wie sich Indexfonds bei Abstimmungen über Fusionsvorhaben üblicherweise verhalten.

Allerdings liegt die Vermutung nahe, dass das Abstimmungsverhalten eines Fondsanbieters bei einem Hauptversammlungsbeschluss seinem Verhalten im Zuge des Umtauschangebots entsprechen, zumindest aber nicht in Widerspruch zu diesem stehen würde. Ein Fonds, der das BCA in der Hauptversammlung abgelehnt hat, wird den Zusammenschluss im Rahmen des Umtauschangebots nicht durch ein *irrevocable undertaking* unterstützen, während für einen Fonds, der dem BCA in der Hauptversammlung zugestimmt hat, kein Grund besteht, den Zusammenschluss nicht auch im darauf folgenden Umtauschverfahren zu unterstützen. Und ein Fonds, der sich in der Hauptversammlung durch Stimmenthaltung passiv[841] verhalten hat, wird dies vermutlich auch im Stadium des Übernahmeangebots bleiben, d.h. die von ihm gehaltenen Aktien erst nach einer Indexumstellung einliefern.

838 *Lund*, 43 J. Corp. L. 493, 495 (2018).

839 So das Argument von *Fish/Hamdani/Solomon*, ECGI Law Working Paper No. 414/2018, Stand März 2019, abrufbar unter: http://ssrn.com/abstract_id=3192069, S. 12 ff. und S. 16, die jedoch ebenfalls konzedieren, dass sich Indexfonds nicht mit Einzelfragen auseinandersetzen werden: „Passive investors also do not have the firm-specific information or expertise necessary to address operational issues. Instead, passive investors compete by using their voice and seeking to improve corporate governance."

840 *Lund*, 43 J. Corp. L. 493, 511 ff. (2018).

841 Stimmenthaltung wirkt sich nicht als Ablehnung aus, weil zu dem „bei der Beschlussfassung vertretenen" Grundkapital, von dem mindestens 75% der Maßnahme zustimmen müssen, nur diejenigen Aktien gehören, für die bei der Abstimmung gültige Stimmen abgegeben wurden. Aktien, deren Inhaber Stimmenthaltung üben, zählen daher bei der Ermittlung der für die erforderliche Kapitalmehrheit maßgeblichen Bezugsgröße nicht mit (*Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 179 Rn. 14).

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

D. Kontrolle des Umtauschverhältnisses

Einer der Hauptgründe, aus denen der Zusammenschluss von Linde und Praxair von Aktionärsschützern kritisiert wurde, bestand darin, dass das Umtauschverhältnis der Anteile der Linde AG zu den Anteilen der NewCo nicht angemessen gewesen sei.[842] Es stellt sich daher die Frage, ob bei einer unterstellten Hauptversammlungskompetenz eine Kontrolle des Umtauschverhältnisses stattfinden würde, die über die übernahmerechtlichen Vorgaben hinausginge.

I. Kontrolle des Umtauschverhältnisses beim Übernahmeangebot

Das Umtauschverhältnis von Aktien des deutschen Fusionspartners zu Aktien der NewCo muss der übernahmerechtlichen Mindestpreisregel gerecht werden. Nach § 31 Abs. 1 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-AV muss der Wert der angebotenen Gegenleistung mindestens dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs der Aktien des deutschen Fusionspartners während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung der Absicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots entsprechen. Da es für die Aktien der NewCo noch keinen Börsenkurs gibt, ist deren Wert nach § 7 i.V.m. § 5 Abs. 4 WpÜG-AV anhand einer Unternehmensbewertung der NewCo zu ermitteln.

Ob die Mindestpreisregel eingehalten wird, ist ein Aspekt, der von der BaFin bei der Prüfung der Angebotsunterlage schwerpunktmäßig kontrolliert wird.[843] In der Praxis beschränkt sich diese Prüfung zwar nicht auf eine reine Evidenzkontrolle.[844] Eine bis ins Letzte gehende Kontrolle der von der NewCo vorgelegten Bewertungsgutachten ist angesichts des hohen Zeitdrucks im Übernahmeverfahren aber auch dann nicht möglich,

842 Pressemitteilung der DSW vom 9.10.2017, abrufbar unter https://www.dsw-info.de/presse/archiv-pressemitteilungen/pressemitteilungen-2017/dsw-umtauschangebot-fuer-linde-aktionaere-nicht-attraktiv/.

843 *Lenz/Linke*, AG 2002, 361 f.; *Krause*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 31 Rn. 164; vgl. auch *Lenz/Behnke*, BKR 2003, 43, 47; *Reinhardt/Kocher*, in: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht, § 15 Rn. 166.

844 *Reinhardt/Kocher*, in: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht, § 15 Rn. 166 f.; *Santelmann/Nestler*, in: Steinmeyer, WpÜG, § 31 Rn. 110; nach anderer Ansicht müsse nur eine Evidenzkontrolle vorgenommen werden: *Grunewald*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 31 Rn. 127; *Krause*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 31 Rn. 163.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

wenn sich die NewCo vor der Übermittlung der Angebotsunterlage informell mit der BaFin über die Einzelheiten der Bewertung ausgetauscht hat.[845]

Abgesehen von dieser Prüfung durch die BaFin findet im Rahmen des Übernahmeangebots keine Kontrolle des Umtauschverhältnisses mehr statt.

II. Kontrolle des Umtauschverhältnisses bei Hauptversammlungsbeschluss

Wird die Fusion durch NewCo-Übernahme der Hauptversammlung vorgelegt, kommt eine Kontrolle des Umtauschverhältnisses im Wege der Anfechtung eines zustimmenden Beschlusses in Betracht. Anfechtbar sind nach § 243 Abs. 1 AktG Beschlüsse der Hauptversammlung, die gegen Gesetz oder Satzung verstoßen. Der zur Fusion durch NewCo-Übernahme ermächtigende Hauptversammlungsbeschluss wäre unter diesem Gesichtspunkt allerdings nur dann anfechtbar, wenn es eine gesetzliche Vorgabe dafür gäbe, wie das Umtauschverhältnis der Aktien des deutschen Fusionspartners zu den Aktien der NewCo beschaffen sein muss.

Diese Vorgabe könnte sich aus einer Analogie zum Verschmelzungsrecht ergeben, das ein angemessenes Umtauschverhältnis zwischen den Anteilen der Fusionspartner verlangt. Dieses Erfordernis ist im Gesetz zwar nicht ausdrücklich geregelt, ergibt sich aber mittelbar aus § 12 Abs. 2 Satz 1 UmwG, wonach der Verschmelzungsprüfer seinen Bericht mit einer Aussage darüber abzuschließen hat, ob das Umtauschverhältnis der Anteile angemessen ist, sowie aus § 15 Abs. 1 UmwG, wonach die Gesellschafter des übertragenden Rechtsträgers bare Zuzahlung verlangen können, wenn das Umtauschverhältnis zu niedrig bemessen ist.

Vorschriften darüber, nach welchen Gesichtspunkten die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses zu beurteilen ist, enthält das Umwandlungsgesetz allerdings nicht. Im Folgenden sind daher zunächst die in der Rechtsprechung dazu entwickelten Grundsätze herauszuarbeiten. Sodann ist auf die Frage einzugehen, ob sich diese auf die Fusion durch NewCo-Übernahme übertragen lassen. Dabei ist vor allem auf den mit der Fusion durch NewCo-Übernahme am ehesten vergleichbaren – praktisch aller-

845 *Santelmann/Nestler*, in: Steinmeyer, WpÜG, § 31 Rn. 110; auf die Möglichkeit vorheriger Abstimmung zwischen Bieter und BaFin weisen *Reinhardt/Kocher*, in: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht, § 15 Rn. 167 und *Lenz/Behnke*, BKR 2003, 43, 45 hin.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

dings eher seltenen[846] – Fall der Konzentrationsverschmelzung einzugehen, also der Verschmelzung zweier Gesellschaften, zwischen denen zuvor kein Konzernverhältnis bestand.

1. Angemessenheit des Umtauschverhältnisses in Fällen der Verschmelzung

Was bei der Verschmelzung unter einem angemessenen Umtauschverhältnis zu verstehen ist, wird stark durch verfassungsrechtliche Vorgaben bestimmt.[847]

a) Anteiliger Fundamentalwert

Seit der *Feldmühle*-Entscheidung[848] vertritt das BVerfG in ständiger Rechtsprechung die Ansicht, dass die Aktieninhaberschaft vom Schutzbereich der Eigentumsgarantie umfasst ist. Daraus zieht es den Schluss, dass ein Minderheitsaktionär, der seine mitgliedschaftliche Stellung verliere, hierfür eine wirtschaftlich volle Entschädigung erhalten müsse.[849] Eine solche liege nur dann vor, wenn sie den „wahren" oder „wirklichen" Wert der Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen unter Einschluss der stillen

846 Vgl. etwa *Bungert/Wettich*, FS Hoffmann-Becking, S. 157, 185.

847 Vgl. zu den verfassungsrechtlichen Implikationen monographisch: *Schoppe*, Aktieneigentum, passim, die ausführlichen Darstellungen bei *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 292 ff. sowie *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung, S. 40 ff.

848 BVerfG, Urt. v. 7.8.1962 – 1 BvL 16/60, BVerfGE 14, 263, 277 – *Feldmühle*: „Die Aktie gewährt dem Aktionär neben den Mitgliedschaftsrechten vermögensrechtliche Ansprüche auf Gewinnbeteiligung, gegebenenfalls Bezug junger Aktien und auf die Abwicklungsquote; sie ist insofern gesellschaftsrechtlich vermitteltes Eigentum. Als Vermögensrecht genießt sie den Schutz des Art. 14 GG." (Nachweise ausgelassen).

849 Vgl. etwa: BVerfG, Urt. v. 7.5.1969 – 2 BvL 15/67, BVerfGE 25, 371, 407 – *Rheinstahl*; BVerfG, Urt. v. 1.3.1979 – 1 BvR 532/77, BVerfGE 50, 290, 339 – *Mitbestimmung;* BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, 301 f. – *DAT/Altana;* BVerfG, Beschl. v. 20.12.2010 – 1 BvR 2323/07, NZG 2011, 235 f. – *Kuka;* BVerfG, Beschl. v. 24.5.2012 – 1 BvR 3221/10, NZG 2012, 1035, 1036 – *DaimlerChrysler.*

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Reserven und des inneren Geschäftswerts – den sog. anteiligen Fundamentalwert – widerspiegele.[850]

Diese Rechtsprechung wurde anhand der sogenannten Mehrheitsumwandlung entwickelt, einer Maßnahme des alten Umwandlungsrechts, bei der die Minderheitsaktionäre ihre Aktien gegen Zahlung einer Entschädigung zwangsweise verloren.[851] Seither hat das BVerfG diese Rechtsprechung aber auch auf den *Squeeze-Out*[852], auf Unternehmensverträge[853] und auf die Verschmelzung[854] übertragen.[855] Das Umtauschverhältnis bei der Verschmelzung muss daher so bemessen sein, dass der Wert der Verschmelzungsgegenleistung zumindest dem anteiligen Fundamentalwert des Fusionspartners entspricht, an dem der Aktionär zuvor beteiligt war. Es muss also mindestens dem Verhältnis der Fundamentalwerte der beiden Fusionspartner entsprechen.

Diese verfassungsrechtliche Vorgabe wurde von den Oberlandesgerichten übernommen.[856] Teilweise wird sie mit der – allerdings nur scheinbaren[857] – Einschränkung versehen, dass der Wert der Verschmelzungsgegenleistung dem Wert der Anteile der Aktionäre „annährend" zu entsprechen

---

850 BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, 306 – *DAT/Altana.*

851 BVerfG, Urt. v. 7.8.1962 – 1 BvL 16/60, BVerfGE 14, 263 – *Feldmühle.*

852 BVerfG, Beschl. v. 30.5.2007 – 1 BvR 390/04, AG 2007, 544 – *Squeeze-Out.*

853 BVerfG, Beschl. v. 27.1.1999 – 1 BvR 1805/94, AG 1999, 218: „Die Minderheitsaktionäre werden zwar – anders als in der Fallkonstellation, welche der Feldmühle-Entscheidung des BVerfG zugrunde lag – nicht ‚aus ihrer Gesellschaft gedrängt', müssen aber doch eine erhebliche Beeinträchtigung ihrer grundrechtlich geschützten Gesellschaftsbeteiligung hinnehmen."

854 BVerfG, Beschl. v. 25.7.2003 – 1 BvR 234/01, NZG 2003, 1016 – *DAB/Hansa;* BVerfG, Beschl. v. 30.5.2007 – 1 BvR 1267/06, NZG 2007, 629, 630 – *Wüstenrot/Württembergische;* offengelassen in BVerfG, Beschl. v. 20.12.2010 – 1 BvR 2323/07, NZG 2011, 235 f. – *Kuka;* BVerfG, Beschl. v. 26.4.2011 – 1 BvR 2658/10, NZG 2011, 869 Rn. 22 – *T-Online International;* BVerfG, Beschl. v. 24.5.2012 – 1 BvR 3221/10, NZG 2012, 1035, 1036 – *DaimlerChrysler.*

855 Hierzu *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung, S. 42 ff.; *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 296 ff.

856 Vgl. z.B. OLG Frankfurt, Beschl. v. 1.3.2016 – 21 W 22/13, AG 2016, 667, 669; OLG Stuttgart, Beschl. v. 14.10.2010 – 20 W 16/06, AG 2011, 49, 50; OLG München, Beschl. v. 14.5.2007 – 31 Wx 87/06, AG 2007, 701, 702; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 20.11.2001 – 19 W 2/00 AktE, AG 2002, 398, 399.

857 Die Maßgabe, dass die Verschmelzungsgegenleistung dem Wert der eingebrachten Anteile entsprechen müsse, suggeriert eine Genauigkeit, die bei der Unternehmensbewertung nicht erreicht werden kann. Den einen, auf Euro und Cent bestimmbaren, Unternehmenswert gibt es nicht. Wegen dieser ohnehin beste-

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

habe.[858] Auch in der Literatur werden die Vorgaben des BVerfG als Maßstab für die Bewertung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses herangezogen.[859]

b) Ausreichende Richtigkeitsgewähr bei der Konzentrationsverschmelzung?

Für den Fall der Konzentrationsverschmelzung wurde in Literatur[860] und Rechtsprechung[861] zum Teil allerdings die Ansicht vertreten, dass sich die gerichtliche Überprüfung des Umtauschverhältnisses im Wesentlichen auf die Prüfung der Frage beschränken könne, ob das Umtauschverhältnis von den Leitungsorganen der beiden Fusionspartner ordnungsgemäß ausgehandelt worden sei. Diese Einschränkung der Kontrolldichte wurde mit den unterschiedlichen Interessenlagen begründet, die in den Fällen der Konzernverschmelzung und in denen der Konzentrationsverschmelzung bestehen.

---

henden Unschärfe ergibt sich aus dem Attribut „annähernd" keine Veränderung des Prüfungsmaßstabs.

858 OLG Frankfurt, Beschl. v. 1.3.2016 – 21 W 22/13, AG 2016, 667, 669; BayObLG, Beschl. v. 18.12.2002 – 3Z BR 116/00, AG 2003, 569, 570; LG München I, Beschl. v. 8.9.2006 – 5 HK O 20128/00, juris, Rn. 22.

859 *Simon*, in: KölnKommUmwG, § 5 Rn. 8 „Kein Anteilseigner eines beteiligten Rechtsträgers soll vermögensmäßig nach der Verschmelzung schlechter stehen als vorher"; *Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 27: Anteilsinhabern des übertragenden Rechtsträgers soll eine „vermögensmäßig entsprechende Beteiligung" am übernehmenden Rechtsträger gewährt werden; *Winter*, in: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG, § 5 Rn. 7: „wirtschaftliches Nullsummenspiel"; ebenso *Mayer*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 5 Rn. 95.

860 Vgl. vor allem: *Hügel*, Verschmelzung und Einbringung, S. 166; *Stilz*, FS Mailänder, S. 423, 424 ff.; Vorarbeiten bei *Günther*, AG 1968, 98, 99 f.: „Sind beide Gesellschaften voneinander unabhängig, so kann man für den Regelfall davon ausgehen, daß die übertragende Gesellschaft mächtig genug ist, um im Rahmen des Bewertungsverfahrens die Interessen der Aktionäre hinreichend zur Geltung und zum Ausgleich mit den Interessen der aufnehmenden Gesellschaft zu bringen"; *Immenga*, BB 1970, 629: „Anwendungsfall der dem Privatrecht zugrunde liegenden Vorstellung von einer Vertragsgerechtigkeit als Folge autonomer Entscheidungen der Parteien"; *Wiedemann*, ZGR 1978, 477, 490: „Sind beide Verschmelzungspartner unabhängig voneinander , so wird sich keine Partei auf unangemessene Bedingungen einlassen, die die eigene Gesellschaft und ihre Aktionäre schädigen. Es herrscht das subjektive Äquivalenzprinzip."

861 OLG Stuttgart, Beschl. v. 8.3.2006 – 20 W 5/05, AG 2006, 420; 423 f.; OLG Frankfurt, Beschl. v. 9.2.2010 – 5 W 33/09, ZIP 2010, 729, 730.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Tatsächlich besteht bei einer Konzernverschmelzung, d.h. der Verschmelzung eines abhängigen Unternehmens auf das herrschende Unternehmen,[862] ein Interessengegensatz zwischen der Mehrheit und der Minderheit der Aktionäre des abhängigen Unternehmens.[863] Da das herrschende Unternehmen keine Anteile an sich selbst erwirbt,[864] ist es daran interessiert, auf ein aus Sicht des übertragenden Rechtsträgers möglichst niedriges Umtauschverhältnis hinzuwirken, um den außenstehenden Aktionären möglichst wenig eigene Anteile gewähren zu müssen.[865] Diesem Wunsch wird der Vorstand des übertragenden Rechtsträgers wegen des zu dem Verhandlungspartner bestehenden Abhängigkeitsverhältnisses mutmaßlich entsprechen.

Werden hingegen zwei voneinander unabhängige Gesellschaften miteinander verschmolzen, fehlt es auf Seiten des übertragenden Rechtsträgers an einem solchen Interessenkonflikt zwischen den verschiedenen Aktionärsgruppen. Mehrheit und Minderheit sitzen dabei „im selben Boot",[866] weil sie gleichermaßen daran interessiert sind, ein für die eigene Gesellschaft möglichst günstiges Umtauschverhältnis zu erreichen.[867] Dementsprechend kann der Vorstand des übertragenden Rechtsträgers unbelastet von einem Konzernkonflikt mit der Gegenseite verhandeln.

Dieser freie Verhandlungs- und Einigungsprozess sorge – so wurde argumentiert – aus sich heraus für einen Interessenausgleich zwischen den Fusionspartnern[868] und biete eine bessere Gewähr für die Richtigkeit des ausgehandelten Umtauschverhältnisses, als sie in den Fällen der Konzernver-

862 Sog. *upstream merger*; bei der Verschmelzung des herrschenden Unternehmens auf das abhängige Unternehmen (*downstream merger*) ergibt sich in der Sache die gleiche Problematik.

863 Vgl. etwa: *Block,* Das angemessene Umtauschverhältnis im Verschmelzungsrecht, S. 44.

864 Insofern ist der übernehmende Rechtsträger gleichzeitig Schuldner und Gläubiger der Verschmelzungsgegenleistung, weshalb der Anspruch durch Konfusion erlischt, vgl. § 20 Abs. 1 Nr. 3 Satz 1 Hs. 2 UmwG; *Schröer*, in: Semler/Stengel, UmwG, § 5 Rn. 128.

865 *Block,* Das angemessene Umtauschverhältnis im Verschmelzungsrecht, S. 44 f.

866 *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 413; *Wilm*, NZG 2000, 234, 236; *Bungert*, BB 2003, 699, 703.

867 Vgl. hierzu auch *Block,* Das angemessene Umtauschverhältnis im Verschmelzungsrecht, S. 45 f., die weitergehend aufzeigt, dass sich insofern für die Vorstände der beteiligten Gesellschaften auch Anreize ergeben können, die Prognosen, auf denen die für die Zwecke der Verschmelzung angefertigten Unternehmensbewertungen beruhen, zu manipulieren, vgl. ebd., S. 46 ff.

868 Grundlegend zur Richtigkeitsgewähr frei ausgehandelter Verträge *Schmidt-Rimpler*, AcP 147 (1941), 130, 156: „Der [Vertrag] ist ein Mechanismus, um oh-

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

schmelzung bestehe.[869] Dies erlaube es, die gerichtliche Kontrolldichte in diesen Fällen zurückzunehmen.[870]

In seiner *DaimlerChrysler*-Entscheidung hat das BVerfG die Annahme, bei der Verschmelzung zweier wirtschaftlich und rechtlich unabhängiger Unternehmen könne die gerichtliche Kontrolle im Spruchverfahren auf die Prüfung eines ordnungsgemäßen Verhandlungsprozesses der Vorstände beschränkt werden, indessen mit der Begründung verworfen, dass sie den sich aus Art. 14 GG ergebenden Anforderungen nicht gerecht werde. Die Überprüfung lediglich des Verhandlungsprozesses stelle nicht hinreichend sicher, dass die Anteilsinhaber des übertragenden Rechtsträgers mit dem vereinbarten Umtauschverhältnis wirtschaftlich voll entschädigt würden. Hierfür böten die Verhandlungen der Vertretungsorgane im Rahmen des Verschmelzungsprozesses deshalb keine hinreichende Gewähr, weil diese neben der Festlegung des Umtauschverhältnisses von vielfältigen weiteren unternehmerischen Erwägungen getragen sein könnten.[871] Selbst wenn es bei Konzentrationsverschmelzungen keinen strukturellen Interessengegensatz zwischen Aktionärsmehrheit und -minderheit geben sollte, sei die Verhandlungsführung der Vorstände schon aus diesem Grunde nicht geeignet, den Schutz der an den Verhandlungen nicht beteiligten Aktionäre sicherzustellen.[872]

Diese Erwägung deckt sich mit Überlegungen, die in der Literatur angestellt wurden. Sie trägt dem Umstand Rechnung, dass die Vorstände der Fusionspartner beim Abschluss des Verschmelzungsvertrags nach § 76 Abs. 1 und § 93 Abs. 1 AktG dem Unternehmensinteresse verpflichtet sind und es in dieser Situation gerade nicht ihre Aufgabe ist, ausschließlich die Vermögensinteressen ihrer Aktionäre zu wahren.[873]

---

ne hoheitliche Gestaltung in begrenztem Rahmen eine richtige Regelung auch gegen unrichtigen Willen herbeizuführen, weil immer der durch die Unrichtigkeit Betroffene zustimmen muß."

869 Übertragen auf die Verschmelzung von *Hügel*, Verschmelzung und Einbringung, S. 161; ihm folgend *Stilz*, FS Mailänder, S. 423.

870 *Stilz*, FS Mailänder, S. 423, insb. S. 431 ff.; OLG Stuttgart, Beschl. v. 14.10.2010 – 20 W 16/06, AG 2011, 49, 51.

871 So auch *Block,* Das angemessene Umtauschverhältnis im Verschmelzungsrecht, S. 45, mit näherer beispielhafter Veranschaulichung. Dies wird aus der Praxis bestätigt: *Bungert/Wettich*, FS Hoffmann-Becking, S. 157, 186; *Decher*, FS Wiedemann, S. 787, 792.

872 BVerfG, Beschl. v. 24.5.2012 – 1 BvR 3221/10, AG 2012, 674, 675 – *Daimler Chrysler.*

873 *Fleischer/Bong*, NZG 2013, 881, 887; *Klöhn/Verse*, AG 2013, 2, 6; *Bungert/Wettich*, FS Hoffmann-Becking, S. 157, 186 f.; *Seibt*, Börsen-Zeitung v. 27.12.2012, S. 13.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Hinzu kommt, dass die Verhandlungen zwischen den Leitungsorganen der Fusionspartner zwar nicht durch einen Konzernkonflikt zwischen Aktionärsmehrheit und Aktionärsminderheit, wohl aber durch Agenturprobleme[874] – beeinflusst werden können und die Mechanismen, die diesen normalerweise entgegenwirken, im Rahmen von Fusionsverhandlungen nur noch eingeschränkt wirksam sind, weil es sich dabei um eine sog. *final-period*-Situation[875] handelt.[876] Schon der Zusammenschluss als solcher kann Ausdruck des *empire building*, also des Strebens des Vorstands nach schierer Unternehmensgröße und damit regelmäßig einhergehender grö-

874 Dieser Ausdruck beschreibt das Phänomen, dass der Vorstand (Agent) zur Maximierung des eigenen Nutzens in gewissen Situationen aus Eigennutz gegen die Interessen der Aktionäre (Prinzipale) handelt.

875 Der Begriff der *final-period*-Situation ist der Spieltheorie entlehnt. Es geht dabei um Spiele, die Transaktionen zwischen mehreren Spielern zum Gegenstand haben und in mehreren aufeinanderfolgenden Runden wiederholt werden. Bei jeder Transaktion kann ein Spieler entweder mit seinem Gegenspieler kooperieren oder sich zum Nachteil des Gegenspielers eigennützig bzw. betrügerisch verhalten. Dabei hat man festgestellt, dass sich ein Spieler, der davon ausgeht, dass nach der aktuellen Runde weitere Runden gespielt werden, eher kooperativ verhält, weil er anderenfalls damit rechnen muss, in einer späteren Runde vom Gegenspieler bestraft zu werden. Geht ein Spieler dagegen davon aus, dass es sich um die letzte Runde (*final period*) des Spiels handelt, ist er eher geneigt, sich eigennützig zu verhalten.

876 Die Vorstände der Fusionspartner befinden sich in den Fusionsverhandlungen in einer strukturell vergleichbaren Situation, weil die Fusion das Ende der Gesellschaften in ihrer bisherigen Aktionärs- und Organisationsstruktur bedeutet (*Klöhn/Verse*, AG 2013, 2, 6; *Fleischer/Bong*, NZG 2013, 881, 887; *Bainbridge*, Mergers and Acquisitions, S. 59). Die Disziplinierungsmechanismen, die eigennütziges Verhalten des Vorstands eindämmen sollen, büßen hier an Wirksamkeit ein: Die Kontrolle durch die Aktionäre wird dadurch abgeschwächt, dass die Aktionariate der beiden Fusionspartner zusammengelegt werden, was den relativen Einfluss derjenigen Aktionäre, denen der jeweilige Vorstand bisher allein verpflichtet war, reduziert (ähnlich für die Situation einer Bar-Übernahme: *Bainbridge*, Mergers and Acquisitions, S. 59). Außerdem wirkt sich die Zustimmung zu ungünstigen Verschmelzungskonditionen nicht unmittelbar negativ auf die Vergütung des Vorstands aus (*Klöhn/Verse*, AG 2013, 2, 6). Schließlich bleibt auch eine Sanktionierung durch den Absatzmarkt aus, weil die Konditionen der Fusion nicht die Position der Gesellschaft auf dem Absatzmarkt betreffen und diese sich durch den Zusammenschluss ohnehin grundlegend verändert (*Klöhn/Verse*, AG 2013, 2, 6 f.; *Bainbridge*, Mergers and Acquisitions, S. 59; *Gilson/Black*, The law and finance of corporate acquisitions, S. 720 f.; *Whitehead*, in: Hill/Solomon, Research Handbook on Mergers and Acquisitions, S. 99, 110).

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ßerer Macht und höherer Bezahlung sein.[877] Unabhängig davon müssen bei einem Zusammenschluss auch die Vorstandsposten der zusammengeschlossenen Gesellschaft verteilt werden. Die Vorstände der beiden Gesellschaften verhandeln damit zugleich über ihre eigene berufliche Zukunft und befinden sich unter diesem Gesichtspunkt in einem offensichtlichen Interessenkonflikt zu den Aktionären.[878]

c) Schutz des Deinvestitionswerts – Börsenkurs als Untergrenze?

In der Daimler-Chrysler-Entscheidung hat das BVerfG die Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses auf der Grundlage des Ertragswertverfahrens gebilligt.[879] Fraglich ist, ob daneben auch eventuell vorhandene Börsenkurse der Fusionspartner bei der Bemessung des Umtauschverhältnisses einer Konzentrationsverschmelzung zu berücksichtigen sind.[880]

Ein entsprechendes Erfordernis hat das BVerfG erstmals in der *DAT/Altana*-Entscheidung aus dem Jahr 1999 aufgestellt.[881] Darin hat es ent-

877 *Fleischer/Bong*, NZG 2013, 881, 887; *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 540; *Fleischer/Bueren*, in: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht, § 3 Rn. 33; *Ebke*, ZVglRWiss 111 (2012), 1, 3; *Memminger*, Die Revlon-Rechtsprechung in Delaware, S. 23 f.; *Brealey/Myers/Allen*, Principles of Corporate Finance, S. 303; grundlegend *Jensen*, 76 American Economic Review (Papers and Proceedings) 323 (1986): „Managers have incentives to cause their firms to grow beyond the optimal size. Growth increases managers' power by increasing the resources under their control. It is also associated with increase in managers' compensation, because changes in compensation are positively related to the growth in sales."; *ders.*, 2 Journal of Economic Perspectives 21, 28 f. (No. 1, Winter 1988); mit empirischer Untermauerung: *Avery/Chevalier/Schaefer*, 14 Journal of Law, Economics & Organization 24 (1998).

878 *Bungert/Wettich*, FS Hoffmann-Becking, S. 157, 186: „Überlegungen zur Größe und Besetzung des neuen Vorstands" als Aspekt, der in der Verhandlung eine Rolle neben der Festlegung des Umtauschverhältnisses spielt; *Kouloridas*, The Law And Economics of Takeovers, S. 27; *Gilson/Black*, The law and finance of corporate acquisitions, S. 720.

879 Von Verfassung wegen ist es auch nicht zu beanstanden, die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Prognosen über die künftige Entwicklung der Unternehmen und ihrer Erträge lediglich daraufhin zu überprüfen, ob sie auf einer zutreffenden Tatsachengrundlage beruhen und vertretbar sind (BVerfG, Beschl. v. 24.5.2012 – 1 BvR 3221/10, AG 2012, 674, 676).

880 Vgl. eingehend zum Folgenden: *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung, S. 90 ff.; *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 292 ff.

881 BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 – *DAT/Altana.*

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

schieden, dass beim Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages und bei einer Eingliederung der Börsenkurs der abhängigen Gesellschaft in der Regel die Untergrenze der angemessenen Barabfindung darstelle.[882]

Dies wird vom BVerfG mit der Doppelnatur des Aktieneigentums begründet. Die Aktie vermittle einerseits einen Anteil an dem Unternehmen der Gesellschaft.[883] Andererseits sei sie aufgrund ihrer hohen Verkehrsfähigkeit aber auch ein eigenständiges Wirtschaftsgut.[884] Diese besondere Verkehrsfähigkeit dürfe auch bei der Bemessung einer Abfindung für den Verlust der Aktie nicht außer Betracht bleiben. Eine Abfindung müsse daher

> „so bemessen sein, daß die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des Unternehmensvertrags oder der Eingliederung erlangt hätten. Eine geringere Abfindung würde der Dispositionsfreiheit über den Eigentumsgegenstand nicht hinreichend Rechnung tragen."[885]

Da die Aktionäre bei einer solchen freien Deinvestitionsentscheidung den Verkehrswert der Aktie realisieren könnten, bilde dieser bei einem Verlust der Aktie die Untergrenze der wirtschaftlich vollen Entschädigung im Sinne der *Feldmühle*-Rechtsprechung (Deinvestitionswertschutz).[886] Der Verkehrswert sei „mit dem Börsenkurs der Aktie regelmäßig identisch",[887] so dass dieser die Untergrenze für die Bewertung der abhängigen Gesellschaft darstelle.[888] Diese Grundsätze gälten auch für den Fall einer Abfindung in Aktien der herrschenden Gesellschaft.[889] Allerdings sei es in diesem Fall

882 BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, 307 – *DAT/Altana.*

883 Aus dieser Dimension des Aktieneigentums hatte das Gericht in der Feldmühle-Entscheidung das Erfordernis der Abfindung zum Fundamentalwert abgeleitet.

884 Vgl. BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, 307 f. – *DAT/Altana.*

885 BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, 305 f. – *DAT/Altana.*

886 BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, 308 – *DAT/Altana.*

887 BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, 308 – *DAT/Altana.*

888 BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, 310 – *DAT/Altana.*

889 BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, 310 – *DAT/Altana.*

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

nicht geboten, das herrschende Unternehmen bei der Bestimmung der Verschmelzungswertrelation[890] höchstens zu seinem Börsenkurs zu bewerten.[891] Von den Instanzgerichten wurden die Grundsätze der *DAT/Altana*-Entscheidung in der Folgezeit auf alle Fälle der Abfindung erstreckt.[892]

In der der Entscheidung *Deutsche Telekom AG/T-Online International AG*, der eine Konzernverschmelzung zugrunde lag, hat das BVerfG in einem *obiter dictum* darüber hinaus festgehalten, dass der in *DAT/Altana* aufgestellte Grundsatz des Deinvestitionswertschutzes auch für diesen Fall gelte.[893] Dieselbe Auffassung wird unter Hinweis auf den mit Abfindungskonstellationen vergleichbaren Konzernkonflikt auch in der Rechtsprechung der Instanzgerichte[894] und in der Literatur[895] vertreten. Zur Begründung wird darauf verwiesen, dass die Möglichkeit einer Beeinträchtigung der Minderheitsaktionäre der abhängigen Gesellschaft unabhängig davon bestehe, ob sie – wie im Fall der Eingliederung und des Abschlussses eines

---

890 Erfolgt eine Abfindung in Aktien, sind Aktien in dem Verhältnis zu gewähren, in dem Aktien bei einer Verschmelzung der abhängigen Gesellschaft auf die herrschende Gesellschaft gewährt werden müssten. Vgl. für den Beherrschungs- und den Gewinnabführungsvertrag *Veil/Preisser*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 305 Rn. 44; für die Eingliederung *Grunewald*, in: MünchKommAktG, § 320b Rn. 12.

891 BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, 310 – *DAT/Altana*.

892 Vgl. etwa OLG Stuttgart, Beschl. v. 4.2.2000 – 4 W 15/98, AG 2000, 428 (Barabfindung beim Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag); LG Dortmund, Beschl. v. 18.11.2000 – 20 AktE 8/94, AG 2001, 544 (Eingliederung); OLG München, Beschl. v. 26.10.2006 – 31 Wx 12/06, ZIP 2007, 375 (Squeeze-Out); OLG Frankfurt, Beschl. v. 6.3.2007 – 20 W 494/06, AG 2007, 448 (Verschmelzung); OLG Stuttgart, Beschl. v. 19.3.2008 – 20 W 3/06, AG 2008, 510 (Barabfindung bei Formwechsel); ausführliche Auswertung der instanzgerichtlichen Rechtsprechung bei *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung, S. 98 f. dortige Fn. 731.

893 BVerfG, Beschl. v. 26.4.2011 – 1 BvR 2658/10, NZG 2011, 869 Rn. 21 f – *T-Online International*: „Der Schutz der Minderheitsaktionäre gebietet es sicherzustellen, dass sie jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Maßnahme erhalten hätten. […] Diese Maßgaben, die für die Fallgestaltungen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages sowie einer Eingliederung entwickelt worden sind, lassen sich auf den hier gegebenen Fall einer Verschmelzung durch Aufnahme übertragen."

894 OLG München, Beschl. v. 14.5.2007 – 31 Wx 87/06, AG 2007, 701, 704; OLG Frankfurt, Beschl. v. 1.3.2016 – 21 W 22/13, AG 2016, 667, 671.

895 *Bungert/Wettich*, FS Hoffmann-Becking, S. 157, 184; *Klöhn/Verse*, AG 2013, 2, 9; *Mayer*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 5 Rn. 100.1; *Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 37; *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung, S. 127.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrags – in Aktien des herrschenden Unternehmens abgefunden würden oder ob sie die gleichen Aktien als Verschmelzungsgegenleistung erhielten.[896]

Zur Anwendbarkeit der genannten Grundsätze auf den Fall der Konzentrationsverschmelzung hat sich das BVerfG bisher nicht geäußert, weil dazu weder in der *DAT/Altana*-Entscheidung[897] noch in späteren Entscheidungen[898] Veranlassung bestand.[899] In der Rechtsprechung der Instanzgerichte[900] und in der Literatur[901] wird die Anwendung auf Konzentrationsverschmelzungen abgelehnt.

Dieser Beurteilung ist zu folgen. Dies ergibt sich in erster Linie nicht aus dem in diesen Fällen fehlenden Konzernkonflikt[902] oder dem Umstand, dass keine erzwungene Deinvestition vorliegt, die es erforderlich machen würde, den Aktionären das zu gewähren, was sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung erlöst hätten.[903] Entscheidend ist vielmehr der Gesichtspunkt, dass in diesen Fällen die Minderheitsaktionäre beider Fusionspartner gleich schutzwürdig sind,[904] aber nicht beide Gruppen zugleich in den Genuss der Meistbegünstigung kommen können. Weichen die Börsenwerte der Fusionspartner von ihren jeweiligen Fundamentalwerten ab, ist not-

---

896 *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung, S. 127.

897 *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung, S. 94.

898 BVerfG, Beschl. v. 25.7.2003 – 1 BvR 234/01, NZG 2003, 1016 – *DAB/Hansa;* BVerfG, Beschl. v. 30.5.2007 – 1 BvR 1267/06, NZG 2007, 629 – *Wüstenrot/Württembergische;* BVerfG, Beschl. v. 20.12.2010 – 1 BvR 2323/07, NZG 2011, 235 – *Kuka;* BVerfG, Beschl. v. 26.4.2011 – 1 BvR 2658/10, NZG 2011, 869 – *T-Online International;* BVerfG, Beschl. v. 24.5.2012 – 1 BvR 3221/10, NZG 2012, 1035 – *DaimlerChrysler.*

899 *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung, S. 110 f.

900 *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung, S. 111 ff.; BayObLG, Beschl. v. 18.12.2002 – 3Z BR 116/00, AG 2003, 569, 571; OLG Stuttgart, Beschl. v. 8.3.2006 – 20 W 5/05, AG 2006, 420, 427; OLG München, Beschl. v. 26.7.2012 – 31 Wx 250/11, AG 2012, 749, 751.

901 *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 468 f.; *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung, S. 119 ff.

902 BayObLG, Beschl. v. 18.12.2002 – 3Z BR 116/00, AG 2003, 569, 571; OLG Stuttgart, Beschl. v. 8.3.2006 – 20 W 5/05, AG 2006, 420, 427; OLG München, Beschl. v. 26.7.2012 – 31 Wx 250/11, AG 2012, 749, 751.

903 OLG Stuttgart, Beschl. v. 8.3.2006 – 20 W 5/05, AG 2006, 420, 427.

904 BayObLG, Beschl. v. 18.12.2002 – 3Z BR 116/00, AG 2003, 569, 571; OLG Stuttgart, Beschl. v. 8.3.2006 – 20 W 5/05, AG 2006, 420, 427.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

wendigerweise für das Aktionariat des einen Fusionspartners das Verhältnis der Fundamentalwerte und für das Aktionariat des anderen Fusionspartners das Verhältnis der Börsenwerte günstiger. Man kann daher nicht für die Aktionariate beider Fusionspartner die Ableitung des Umtauschverhältnisses aus dem für sie jeweils günstigeren Wertverhältnis sicherstellen.[905]

d) Zwischenergebnis

Das Umtauschverhältnis einer Konzentrationsverschmelzung ist somit angemessen, wenn es sicherstellt, dass die Aktionäre der Fusionspartner mindestens den Fundamentalwert ihrer bisherigen Beteiligung als Verschmelzungsgegenleistung erhalten. Ein zusätzlicher Schutz des Deinvestitionswerts der Beteiligung ist weder geboten noch möglich.

2. Voraussetzungen der Analogie

Die Übertragung der bei einer Konzentrationsverschmelzung an das Umtauschverhältnis zu stellenden Anforderungen auf einen zur Fusion durch NewCo-Übernahme ermächtigenden Hauptversammlungsbeschluss setzt voraus, dass die Interessenlage der Aktionäre in beiden Fällen so ähnlich ist, dass eine Gleichbehandlung beider Konstellationen geboten ist.[906] Wegen der insoweit zwischen den tauschenden und den nicht tauschenden Aktionären bestehenden Unterschiede ist bei der Prüfung dieser Frage zwischen beiden Gruppen zu differenzieren.

a) Nicht tauschende Aktionäre

Im Fall der nicht tauschenden Aktionäre ergeben sich deutliche Unterschiede zwischen der Situation bei einer Fusion durch NewCo-Übernahme und derjenigen bei einer Verschmelzung.

---

905 *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 468 f.; *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung, S. 119 ff. mit einer Beispielrechnung.

906 Vgl. *Möllers*, Juristische Methodenlehre, § 6 Rn. 89 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Das in einem Verschmelzungsbeschluss festgelegte Umtauschverhältnis bestimmt für alle Aktionäre der Fusionspartner verbindlich, welche Verschmelzungsgegenleistung sie erhalten. Das Umtauschverhältnis, das in einem Ermächtigungsbeschluss für die Fusion durch NewCo-Übernahme festgelegt wird, ist dagegen für die nicht tauschenden Aktionäre ohne Belang, weil sich Abfindungsanlässe für sie erst aufgrund der durch den Vollzug des Übernahmeangebots ermöglichten weiteren Maßnahmen zur Konzernintegration – d.h. den Abschluss eines Unternehmensvertrags und einen evtl. *Squeeze-Out* – ergeben würden. Bei diesen Strukturmaßnahmen wird die Abfindung unabhängig von der im Übernahmeangebot angebotenen Gegenleistung festgesetzt. Dabei sind die verfassungsrechtlichen Vorgaben zur Bemessung einer Abfindung einzuhalten (Fundamental- und Deinvestitionswertschutz), was im Nachgang in einem Spruchverfahren[907] kontrolliert werden kann. Eine Kontrolle des im Ermächtigungsbeschluss festgelegten Umtauschverhältnisses ist daher zum Schutz der Rechte der nicht tauschenden Aktionäre weder erforderlich noch geeignet.

b) Tauschende Aktionäre

Für die tauschenden Aktionäre ist das in einem Ermächtigungsbeschluss festgelegte Umtauschverhältnis dagegen verbindlich, weil es dem Übernahmeangebot der NewCo zugrunde gelegt wird. Eine Möglichkeit, es in einem späteren Stadium der Transaktion noch überprüfen und nachbessern zu lassen, besteht nicht. Insofern entspricht die Lage der tauschenden Aktionäre beim Ermächtigungsbeschluss derjenigen bei einem Verschmelzungsbeschluss. In anderer Hinsicht bestehen jedoch Unterschiede.

aa) Keine verfassungsrechtlichen Vorgaben

Die bei einer Verschmelzung an das Umtauschverhältnis zu stellenden Anforderungen werden durch verfassungsrechtliche Vorgaben zum Schutz des Aktieneigentums determiniert, die sich auf Fälle beziehen, in denen der Aktionär sein Eigentum an der Aktie entweder vollständig verliert oder dieses in einer dem Entzug des Eigentums vergleichbaren Weise aus-

907 § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327f AktG (beim umwandlungsrechtlichen Squeeze-Out), § 327f AktG (beim aktienrechtlichen Squeeze-Out) oder § 304 Abs. 3 Satz 3 AktG (beim Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag).

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

gehöhlt wird. Davon kann in den typischen Fällen der Mediatisierung nach unten keine Rede sein. Eine solche ist nach den Grundsätzen der Holzmüller/Gelatine-Rechtsprechung zwar als tiefer Eingriff in die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre zu werten. Eine mit dem vollständigen Entzug vergleichbare Beeinträchtigung des Aktieneigentums ist darin jedoch nicht zu erblicken. Aus diesem Grund hat der BGH für mediatisierende Maßnahmen auch nur einen Hauptversammlungsbeschluss gefordert, aus ihnen aber keinen Anspruch der Aktionäre auf Austritt aus der Gesellschaft gegen Abfindung abgeleitet.

In dem hier zu beurteilenden Fall der Mediatisierung nach oben liegen die Verhältnisse jedoch anders, weil die tauschenden Aktionäre die ursprünglich gehaltenen Aktien für die Anteile an der zusammengeschlossenen Gesellschaft hingeben müssen. Insofern unterscheidet sich ihre Situation nicht von derjenigen im Fall einer Konzentrationsverschmelzung.

(1) Freiwilliger Verlust

Zu berücksichtigen ist jedoch, dass sich die vom BVerfG zum Schutz des Aktieneigentums aufgestellten Grundsätze auf unfreiwillige Beeinträchtigungen beziehen. Sie bezwecken den Schutz der überstimmten Minderheit,[908] die von der Mehrheit entweder aus der Gesellschaft hinausgedrängt[909] und damit zur unfreiwilligen Deinvestition[910] gezwungen oder – wie bei der Verschmelzung – in einen neuen Rechtsträger hineingedrängt[911] wird.

Dass nur die überstimmte Minderheit, nicht aber die eine Strukturmaßnahme tragende Mehrheit des Schutzes des Art. 14 GG bedarf, wird auch durch das bis 1995 geltende Verschmelzungsrecht bestätigt. Dieses sah die

908 BVerfG, Urt. v. 7.8.1962 – 1 BvL 16/60, BVerfGE 14, 263, 269 – *Feldmühle*; BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, 303 – *DAT/Altana.*

909 BVerfG, Urt. v. 7.8.1962 – 1 BvL 16/60, BVerfGE 14, 263, 283 – *Feldmühle;* BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, 303 – *DAT/Altana.*

910 BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, 305 – *DAT/Altana.*

911 BVerfG, Beschl. v. 25.7.2003 – 1 BvR 234/01, NZG 2003, 1016 – *DAB/Hansa;* BVerfG, Beschl. v. 30.5.2007 – 1 BvR 1267/06, NZG 2007, 629, 630 – *Wüstenrot/Württembergische;* BVerfG, Beschl. v. 26.4.2011 – 1 BvR 2658/10, NZG 2011, 869 Rn. 21 ff. – *T-Online International;* BVerfG, Beschl. v. 24.5.2012 – 1 BvR 3221/10, NZG 2012, 1035, 1036 – *DaimlerChrysler.*

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Möglichkeit, die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses in einem Spruchstellenverfahren überprüfen zu lassen, nur für diejenigen Aktionäre vor, die in der Hauptversammlung Widerspruch zur Niederschrift erklärt hatten.[912] Auch entfaltete die Entscheidung in dem Spruchstellenverfahren nach § 352c Abs. 2 Satz 4 AktG a.F.[913] – anders als heute nach § 13 Satz 2 SpruchG – keine Wirkung *erga omnes*, sondern galt nur für den jeweiligen Antragsteller. Damit war die Einhaltung der verfassungsrechtlichen Vorgabe, dass die Aktionäre bei einer Verschmelzung eine wirtschaftlich volle Entschädigung erhalten müssen, nach dem alten Verschmelzungsrecht nur für diejenigen Aktionäre gesichert, die die Ablehnung des Umtauschverhältnisses kundgetan hatten. Soweit ersichtlich wurden gegen diese Regelung niemals verfassungsrechtliche Einwendungen erhoben.

Unter dem Gesichtspunkt des Minderheitenschutzes bedürfen die tauschenden Aktionäre jedoch gerade keines Schutzes. Sie werden nicht majorisiert, sondern bilden im Gegenteil die Mehrheit, die durch die Einlieferung ihrer Aktien den Zusammenschluss ermöglicht. Der mit dem Anteilstausch verbundene Eigentumsverlust beruht damit auf der von ihnen selbst in Ausübung des durch Art. 14 GG geschützten Rechts getroffenen Verfügung über ihre Aktien.

(2) Gewährleistung von Deinvestitionswertschutz

Es kommt hinzu, dass die tauschenden Aktionäre auch hinsichtlich des Umtauschverhältnisses nicht schutzlos gestellt sind, sondern in zweierlei Hinsicht Deinvestitionswertschutz genießen.

Zum einen muss das Übernahmeangebot der übernahmerechtlichen Mindestpreisregel entsprechen. Es darf demnach nicht unter dem gewichteten Durchschnittskurs der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung des Übernahmeangebots liegen.[914] Zum anderen ist de facto sichergestellt, dass der Deinvestitionswert der mit dem Übernahmeangebot offerierten Gegenleistung auch während des Angebotsverfahrens über dem aktuellen

912 § 352c Abs. 2 Satz 1 AktG a.F.: „Antragsberechtigt ist jeder Aktionär einer übertragenden Gesellschaft, der gemäß § 245 Nr. 1 oder 2 zur Anfechtung des Verschmelzungsbeschlusses befugt wäre, dessen Anfechtungsrecht jedoch nach Absatz 1 Satz 1 ausgeschlossen ist."

913 „Aktionäre, die einen Antrag nicht gestellt haben, können aus der Entscheidung des Gerichts keine Rechte herleiten."

914 Siehe oben S. 224.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Börsenkurs des deutschen Fusionspartners liegt. Wie oben[915] erläutert wurde, werden die bereits zum Umtausch eingereichten Aktien des deutschen Fusionspartners einige Tage nach dem Beginn der Annahmefrist in eine eigene Wertpapierkennung eingebucht und sind von diesem Zeitpunkt an unter der neuen Kennung handelbar. Die Aktionäre des deutschen Fusionspartners können daher den Kurs der zum Umtausch eingereichten Aktien laufend mit dem ihrer noch nicht eingelieferten Aktien vergleichen. Liegt der Börsenkurs der zum Umtausch eingereichten Aktien nicht oberhalb des Börsenkurses der nicht zum Umtausch eingereichten Aktien, wird sich höchstwahrscheinlich keine Mehrheit für den Zusammenschluss finden.

Bei einer Konzentrationsverschmelzung fehlt den Aktionären diese Form des Deinvestitionswertschutzes. Zwar wird der Kapitalmarkt die Ankündigung der Verschmelzung in die Börsenkurse der Fusionspartner einpreisen. Doch bleibt es im Fall der Verschmelzung für die Aktien jedes Fusionspartners bei einem einheitlichen Börsenkurs. Die Aktionäre können damit nicht auf separate Bewertungen der Verschmelzungsgegenleistung und der gehaltenen Aktie durch den Kapitalmarkt zurückgreifen.

III. Zwischenergebnis

Das verschmelzungsrechtliche Angemessenheitserfordernis ist auf einen zur Fusion durch NewCo-Übernahme ermächtigenden Hauptversammlungsbeschluss nicht zu übertragen. Selbst wenn man annähme, dass eine Hauptversammlungskompetenz für die Fusion durch NewCo-Übernahme bestünde, müsste ein aufgrund dieser Kompetenz gefasster Ermächtigungsbeschluss kein im umwandlungsrechtlichen Sinne angemessenes Umtauschverhältnis vorsehen. Eine Hauptversammlungskompetenz würde den Aktionären damit keine zusätzliche Möglichkeit zur Kontrolle des Umtauschverhältnisses verschaffen.

915 Siehe oben S. 187 f.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

E. Zusammenfassende Bewertung

I. Informationslage

Der Vergleich der Informationslagen hat gezeigt, dass sich der Kenntnisstand der Aktionäre durch die Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses nicht wesentlich verbessern würde.[916]

Der Vorstandsbericht, der nach der hier vertretenen Auffassung zu erstatten wäre, müsste zum wirtschaftlichen Hintergrund der Transaktion keine Angaben enthalten, die über den Inhalt der vom Vorstand im Rahmen des Übernahmeverfahrens abzugebenden Stellungnahme hinausgehen. Auch durch die Geltendmachung ihres Auskunftsanspruchs nach § 131 Abs. 1 Satz 1 AktG würden die Aktionäre mutmaßlich nicht an weitergehende Informationen gelangen. Da eine auf die unterbliebene Auskunftserteilung gestützte Anfechtung eines zustimmenden Hauptversammlungsbeschlusses den Zusammenschluss nicht aufhalten würde, könnten die Aktionäre nicht mit der Erteilung von Auskünften rechnen, die den gesetzlich vorgeschriebenen Umfang überschreiten.

Eine unabhängige sachverständige Prüfung der vorgeschlagenen Maßnahme wäre auch im Fall eines Hauptversammlungsbeschlusses nicht geboten.

Der zusätzliche Erkenntnisgewinn, der sich für die Aktionäre daraus ergäbe, dass der Vorstandsbericht die wesentlichen Ergebnisse der für die NewCo durchgeführten Unternehmensbewertung erläutern müsste, wäre für deren Willensbildung vermutlich nicht von ausschlaggebender Bedeutung. Schließlich hätten die Aktionäre in keinem Stadium der Transaktion die Möglichkeit, den Fundamentalwert der NewCo zu realisieren, da alle denkbaren Bewertungsanlässe einen anderen Anknüpfungspunkt haben.

Auch der praktische Nutzen, den die Aktionäre aus der Auslegung oder Übersendung des vollständigen Texts des BCA ziehen könnten, wäre sehr gering, weil sie über dessen wesentlichen Inhalt auch im Rahmen des Übernahmeangebots zu unterrichten sind und die Vielzahl technischer Einzelregelungen, die der Vertrag zur Vorbereitung und Durchführung des Fusionsvorhabens trifft, für die Aktionäre kaum zu überschauen wäre und für die von ihnen für oder gegen den Zusammenschluss zu treffende Entscheidung letztlich auch bedeutungslos sein dürfte.

---

916 So im Ergebnis nunmehr auch *Koch*, ZGR 2019, 588, 614.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

II. Willensbildung

Bei der Entscheidung über den Zusammenschluss werden sich die Aktionäre unabhängig davon, ob sie diese im Rahmen eines Hauptversammlungsbeschlusses oder eines Übernahmeverfahrens treffen, von denselben Interessen leiten lassen.

Auch die Annahme, dass die Freiheit ihrer Willensbildung bei der individuellen Entscheidung über das Umtauschangebot nicht in gleicher Weise wie bei der kollektiven Beschlussfassung in der Hauptversammlung gewährleistet sei, hält näherer Nachprüfung nicht stand. Kein Aktionär braucht sich durch die Befürchtung, bei einem Erfolg des Übernahmeangebots in einer abhängigen Gesellschaft zurückzubleiben, dazu gedrängt zu fühlen, dieses entgegen seinem eigentlichen Willen anzunehmen. Die bei Erreichen der Mindestannahmeschwelle eröffnete weitere Annahmefrist erlaubt es den nicht von vornherein zur Annahme des Angebots entschlossenen Aktionären, ihre Entscheidung erst nach Ablauf der ursprünglichen Annahmefrist in Kenntnis des zu erwartenden Vollzugs des Übernahmeangebots zu treffen.

Eine während der weiteren Annahmefrist verbleibende Ungewissheit kann sich im Regelfall nicht mehr auf den Zusammenschluss als solchen, sondern nur noch darauf beziehen, ob die endgültige Höhe der Umtauschquote bloß den Abschluss eines Unternehmensvertrags oder auch einen *Squeeze-Out* ermöglichen wird. Allein die Ungewissheit über den zu erwartenden Grad der Konzernintegration dürfte für das Verhalten der allermeisten Aktionäre aber nicht von ausschlaggebender Bedeutung sein.

Nur in dem Ausnahmefall, dass die Mindestannahmeschwelle während der ursprünglichen Annahmefrist unter die für den Abschluss eines Unternehmensvertrags erforderliche Quote von 75% herabgesetzt wird, können die nicht vornherein zum Umtausch entschlossenen Aktionäre in die Situation geraten, ihre Entscheidung in Unkenntnis über den endgültigen Ausgang des Übernahmeverfahrens treffen zu müssen. In dieser Situation würde die Durchführung des Zusammenschlusses aber ohnehin nicht mehr allein von dem Verhalten der Aktionäre, sondern auch von der Reaktion der NewCo auf eine hinter dem angestrebten Ziel zurückbleibende Umtauschquote abhängen.

Das Verhalten der Indexfonds im Rahmen eines Übernahmeangebots folgt im Wesentlichen den sich aus ihrem Anlageziel ergebenden Regeln. Eine aktive Unterstützung des Zusammenschlusses durch ein *irrevocable undertaking* wäre nur von einem Fondsanbieter zu erwarten, der diesem auch in einem Hauptversammlungsbeschluss zustimmen würde.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Der Erfolg des Übernahmeangebots setzt in jedem Fall voraus, dass Aktionäre aus freiem Entschluss Aktien einreichen, die mehr als 50% des Grundkapitals entsprechen. Die hierfür erforderliche Unterstützung bleibt de facto nicht hinter derjenigen zurück, die für einen mit drei Vierteln des vertretenen Grundkapitals zu fassenden Hauptversammlungsbeschluss erforderlich wäre.

Die Erwartung, dass die Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses ein im Rahmen eines Übernahmeangebots nicht vorhandenes Forum für den Meinungsaustausch der Aktionäre schaffen würde, durch den deren endgültige Willensbildung maßgeblich beeinflusst werden könnte, beruht auf idealtypischen Vorstellungen, die mit den tatsächlichen Gegebenheiten einer Publikums-AG nicht übereinstimmen.

III. Kontrolle des Umtauschverhältnisses

Im Rahmen eines Übernahmeangebots muss das Umtauschverhältnis für die Aktien der Zielgesellschaft der Mindestpreisregel des § 31 Abs. 1 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-AV entsprechen. In Ermangelung eines Börsenkurses für die als Gegenleistung angebotenen New-Co-Aktien muss deren Wert auf der Grundlage einer Unternehmensbewertung bestimmt werden, die – weil sie sich auf ein noch gar nicht existierendes Unternehmen bezieht – mit besonderen Schwierigkeiten verbunden ist. Von größerer Aussagekraft für den Wert der als Gegenleistung angebotenen Aktien ist der Börsenkurs der bereits zum Umtausch eingereichten Aktien der Zielgesellschaft, der unter Berücksichtigung des Umtauschverhältnisses Aufschluss über die künftige Bewertung der NewCo durch den Kapitalmarkt gibt.

Ein Hauptversammlungsbeschluss über das BCA würde den Aktionären allenfalls dann eine zusätzliche Kontrollmöglichkeit verschaffen, wenn zu deren Vorbereitung eine Bewertung der – existenten – Unternehmen beider Fusionspartner erforderlich wäre. Dies ist jedoch nicht der Fall, weil sich das auch für den Fall der Konzentrationsverschmelzung geltende Angemessenheitserfordernis auf die Fusion durch NewCo-Übernahme nicht übertragen lässt.

IV. Gesamtergebnis

Die Informationslage der Aktionäre würde durch das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses allenfalls im Hinblick auf für die Ent-

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

scheidung über den Zusammenschluss nicht wesentliche Einzelheiten des BCA, die Kontrolle des Umtauschverhältnisses würde dadurch überhaupt nicht verbessert werden.

Die Befürchtung, bei einem Erfolg des Umtauschangebots in einer abhängigen Gesellschaft zurückzubleiben, kann die Entscheidung der Aktionäre über dessen Annahme oder Nichtannahme allenfalls in einer besonders gelagerten Ausnahmesituation beeinflussen, in der die Durchführung des Zusammenschlusses ohnehin nicht mehr allein vom Willen der Aktionäre abhängt. Die Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses lässt auch keinen Einfluss auf das Ergebnis der Entscheidung erwarten.

Die Entscheidung über den Zusammenschluss, die die Aktionäre im Rahmen des Übernahmeangebots treffen, ist daher ihnen selbst und nicht dem Vorstand zuzurechnen.

https://doi.org/10.5771/9783748921097-173, am 18.09.2024, 02:23:48
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb