

Konstantin Horn

# Fusion durch NewCo-Übernahme

Hauptversammlungskompetenz für den Merger of Equals  
unter börsennotierten Aktiengesellschaften



**Nomos**

Schriften zum Gesellschafts-,  
Bank- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Gregor Bachmann, Humboldt Universität zu Berlin

Prof. Dr. Matthias Casper, Universität Münster

Prof. Dr. Carsten Schäfer, Universität Mannheim

Prof. Dr. Rüdiger Veil, LMU München

Band 84

Konstantin Horn

# Fusion durch NewCo-Übernahme

Hauptversammlungskompetenz für den Merger of Equals  
unter börsennotierten Aktiengesellschaften



**Nomos**

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

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

Zugl.: München, LMU, Diss., 2020

1. Auflage 2020

© Konstantin Horn

Publiziert von  
Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG  
Waldseestraße 3-5 | 76530 Baden-Baden  
[www.nomos.de](http://www.nomos.de)

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

ISBN (Print): 978-3-8487-7716-7

ISBN (ePDF): 978-3-7489-2109-7

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



Onlineversion  
Nomos eLibrary



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

## *Meinen Eltern*



## Vorwort

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

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

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

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

Hamburg, im Juli 2020

Konstantin Horn





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

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

Zusätzlich werden folgende Definitionen eingeführt:

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

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



# Inhaltsverzeichnis

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

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

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

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

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

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



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



# Einführung

## A. Gegenstand der Untersuchung

Im Jahr 1998 schlossen sich die Daimler-Benz AG und die Chrysler Inc. zur DaimlerChrysler AG zusammen. Es war die erste bedeutende transatlantische Fusion der fünften M&A-Welle.<sup>1</sup> Die Kautelarjuristen der Fusionspartner ersannen hierfür eine neue rechtstechnische Gestaltungsform.<sup>2</sup> Daimler-Benz und Chrysler sollten zu hundertprozentigen Tochtergesellschaften der neu gegründeten DaimlerChrysler AG und die bisherigen Aktionäre der Fusionspartner zu Aktionären der DaimlerChrysler AG werden. Für die Chrysler Inc. und ihre Aktionäre ließ sich dieses Ziel durch eine besondere Form der Verschmelzung nach US-amerikanischem Recht, den *reverse triangular merger*, erreichen. Auf deutscher Seite wurden den Aktionären junge Aktien der DaimlerChrysler AG angeboten.

Der auf diese Weise herbeigeführte Zusammenschluss erwies sich einige Jahre später zwar als wirtschaftliche Fehlentscheidung – seit Mitte 2007 gehen Daimler und Chrysler wieder getrennte Wege. Die rechtstechnische Gestaltung der Fusion war dagegen ein voller Erfolg und fand schnell Nachahmer.<sup>3</sup> Bis heute handelt es sich bei diesem Fusionsmodell um die *best practice* für den grenzüberschreitenden Zusammenschluss gleich starker börsennotierter<sup>4</sup> Aktiengesellschaften.<sup>5</sup> Ein allgemein gebräuchlicher

---

1 *Schiessl*, FS Wegen, S. 313, 315: Die zyklischen Bewegungen des M&A-Marktes werden insbesondere in den USA als Wellen beschrieben, vgl. hierzu *Jansen*, in: *Jansen/Picot/Schiereck*, Internationales Fusionsmanagement, S. 3.

2 Vgl. hierzu *Fleischer/Horn*, DB 2019, 2675.

3 Zu nennen sind hier die geplante, aber letztlich gescheiterte Fusion von Telekom Deutschland und Telecom Italia (1999) sowie die ebenfalls gescheiterte Fusion von VIAG und Algroup (1999); vgl. dazu „Positive Grundstimmung“, Handelsblatt Nr. 74 vom 19.4.1999, S. 1: „Das Modell Daimler-Chrysler steht Pate bei den Fusionsplänen der Telefonriesen Telecom Italia (TI) und Deutsche Telekom AG.“ bzw. *Fockenbrock*, Märchenhafte Fusion unter Gleichen, Handelsblatt Nr. 78 vom 23.4.1999, S. 2 „Das deutsch-schweizerische Projekt der Mischkonzerne Viag und Aluisse Lonza (Algroup) sollte nach demselben Strickmuster wie Daimler-Chrysler ablaufen.“

4 Mit „börsennotiert“ ist eine Notierung im organisierten Markt im Sinne von § 1 Abs. 1 i.V.m. § 2 Abs. 7 WpÜG gemeint.

5 *Hippeli*, NZG 2019, 535.

Begriff für die Transaktionsstruktur hat sich noch nicht entwickelt. In dieser Untersuchung wird sie als *Fusion durch NewCo-Übernahme*<sup>6</sup> bezeichnet.

Anwendungsfälle der Fusion durch NewCo-Übernahme aus jüngerer Zeit sind die Zusammenschlussvorhaben der Deutschen Börse mit der New York Stock Exchange (NYSE) im Jahr 2011 bzw. der London Stock Exchange im Jahr 2016. Das erste Vorhaben scheiterte allerdings an kartellrechtlichen Hürden,<sup>7</sup> das zweite fiel dem Votum des britischen Volkes, die Europäische Union zu verlassen, und den damit verbundenen rechtlichen Unsicherheiten zum Opfer.<sup>8</sup> Das jüngste Beispiel für eine Fusion durch NewCo-Übernahme ist der Zusammenschluss der Linde AG mit dem amerikanischen Unternehmen Praxair Inc.<sup>9</sup>

## B. Fragestellung

Bei den Anwendungsfällen des dargestellten Fusionsmodells aus jüngerer Zeit wurde die Hauptversammlung des deutschen Fusionspartners im Vorfeld der Transaktion nicht beteiligt.<sup>10</sup> In der folgenden Untersuchung wird erörtert, ob für die Fusion durch NewCo-Übernahme eine Zuständigkeit der Hauptversammlung des deutschen Fusionspartners besteht. Im Mittel-

---

6 Begriff angelehnt an *Muck*, Defizite im deutschen Übernahmerecht, Rn. 836; *von Bülow*, in: Mülbart/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 9, 33; *Stephan/Strenger*, AG 2017, 346; *Decher*, FS Lutter, S. 1209.

7 So hätten wohl die Deutsche Börse die Derivatebörse Eurex und die NYSE ihre Derivatebörse *Liffe* verkaufen müssen, vgl. „Börsenfusion nicht um jeden Preis“, Handelsblatt, Nr. 240 v. 12.12.2011, S. 33. Die Europäische Kommission hat den Zusammenschluss mit Entscheidung vom 1.2.2012 untersagt (Az.: C (2012) 440 final zu Case No.: COMP/M.6166 – Deutsche Börse/NYSE Euronext). Diese Entscheidung wurde von der Deutschen Börse vor dem EuGH erfolglos angegriffen: Urteil des EuGH vom 9.3.2015 – T-175/12.

8 Vgl. *Brächer*, Im Brexit-Gewitter, Handelsblatt, Nr. 123 v. 29.6.2016, S. 28. Rechtstechnisch scheiterte dieser Zusammenschluss ebenfalls daran, dass die Fusionspartner den Kartellaufgaben nicht nachkamen, vgl. Entscheidung der Europäischen Kommission vom 29.3.2017, Az. C(2017) 2006 final zu Case No COMP/M.7995 – Deutsche Börse/London Stock Exchange Group.

9 *Becker*, „Gase-Deal als Fusion unter Gleichen angelegt“, Börsen-Zeitung vom 18.8.2016, Nr. 158, S. 9.

10 Anders verhielt es sich im Fall Daimler/Chrysler, in dem die Hauptversammlung im Vorfeld beteiligt wurde, vgl. Punkt 1 der Tagesordnung der Daimler-Benz Hauptversammlung vom 18.9.1998, Bundesanzeiger Nr. 146 vom 8.8.1998, S. 11685, dazu *Stöcker*, Rechtsfragen grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse, S. 113 f.

punkt stehen dabei die ungeschriebenen Kompetenzen nach den Grundsätzen der sog. Holz Müller/Gelatine-Rechtsprechung des BGH.<sup>11</sup>

An der fehlenden Befassung der Hauptversammlung störten sich bereits bei dem Zusammenschlussversuch von Deutscher Börse und NYSE einige Aktionäre der Deutschen Börse. Sie machten die Frage der Hauptversammlungskompetenz für die Fusion durch NewCo-Übernahme mittelbar zum Gegenstand einer gerichtlichen Auseinandersetzung, indem sie die Entlastung des Vorstands der Deutschen Börse unter anderem mit der Begründung anfochten, dass dieser es unterlassen habe, die Hauptversammlung mit dem Vorhaben zu befassen. Das OLG Frankfurt entschied in diesem Verfahren, dass die Frage der Hauptversammlungskompetenz bei der Fusion durch NewCo-Übernahme ungeklärt sei und der Vorstand deshalb jedenfalls keinen eindeutigen und schweren Gesetzesverstoß begangen habe,<sup>12</sup> der Voraussetzung für die Kassation eines Entlastungsbeschlusses gewesen wäre.<sup>13</sup> Die Frage des Bestehens einer Hauptversammlungskompetenz blieb damit in diesem Verfahren ungeklärt.

Auch bei dem Zusammenschluss von Linde und Praxair kam es zwischen einigen Aktionären und dem Vorstand von Linde zum Streit über die Zuständigkeit der Hauptversammlung. Hier forderte die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) zunächst informell,<sup>14</sup> später mit einem Antrag auf Ergänzung der Tagesordnung<sup>15</sup> gemäß § 122 Abs. 2 Satz 1 AktG eine Befassung der Hauptversammlung mit dem

- 
- 11 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122 – *Holz Müller*; BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 41, 43 und 47 – *Gelatine I*.
  - 12 OLG Frankfurt, Urt. v. 1.10.2013 – 5 U 214/12, NZG 2014, 1017, 1019; die gegen die Nichtzulassung der Revision eingelegte Beschwerde hat der BGH mit nicht veröffentlichtem Beschluss vom 4.11.2014 – II ZR 36/13 zurückgewiesen.
  - 13 BGH, Urt. v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 51 – *Macrotron*; seither st. Rspr.: BGH, Urt. v. 21.9.2009 – II ZR 174/08, BGHZ 182, 272, Rn. 18 – *Umschreibungsstopp*; BGH, Urt. v. 10.7.2012 – II ZR 48/11, BGHZ 194, 14, Rn. 22 – *Fresenius*.
  - 14 Dies ergibt sich aus dem Antwortschreiben des Vorstands der Linde AG vom 7.3.2017, abrufbar unter: <https://www.the-linde-group.com/internet.global.thelindegrouppdf?v=2.0>.
  - 15 Antrag vom 6.4.2017, abrufbar unter: <https://www.the-linde-group.com/internet.global.thelindegrouppdf?v=1.0>. Die DSW hat den Antrag im Namen von vier Aktionären der Linde AG gestellt, die nach Angaben der DSW gemeinsam das Quorum des § 122 Abs. 2 Satz 1 AktG erfüllen.

Zusammenschluss. Die Linde AG wies dieses Verlangen zurück.<sup>16</sup> Die DSW klagte daraufhin für einige Aktionäre gegen die Linde AG auf Feststellung, dass der Vorstand den Zusammenschluss der Hauptversammlung hätte vorlegen müssen.<sup>17</sup> Das Landgericht München I wies die Klage mit der Begründung ab, dass für diese Art des Zusammenschlusses keine Hauptversammlungskompetenz bestehe.<sup>18</sup> Gegen dieses Urteil ist beim OLG München eine Berufung anhängig.<sup>19</sup>

Die Klage gegen die Linde AG hat auch in der Literatur eine Diskussion über das Bestehen einer Hauptversammlungskompetenz in Fällen der Fusion durch NewCo-Übernahme ausgelöst. Überwiegend wird die Entscheidung des LG München I gebilligt und eine Hauptversammlungskompetenz verneint.<sup>20</sup> Soweit ein Hauptversammlungsbeschluss für erforderlich gehalten wird, wird dessen Notwendigkeit entweder aus dem Charakter des Vorgangs als Satzungsänderung und der dafür nach § 179 Abs. 1 Satz 1, § 119 Abs. 1 Nr. 5 AktG bestehenden Zuständigkeit der Hauptversammlung abgeleitet<sup>21</sup> oder mit einer ungeschriebenen Kompetenz nach den vom BGH entwickelten Holzmüller/Gelatine-Grundsätzen begründet.<sup>22</sup>

---

16 Stellungnahme des Vorstands der Linde AG zum Ergänzungsverlangen der DSW vom 10.4.2017, abrufbar unter: [https://www.the-linde-group.com/de/investor\\_relations/annual\\_general\\_meeting/request\\_for\\_an\\_addition\\_to\\_the\\_agenda/index.html](https://www.the-linde-group.com/de/investor_relations/annual_general_meeting/request_for_an_addition_to_the_agenda/index.html).

17 Pressemitteilung der DSW vom 24.10.2017, abrufbar unter: <https://www.dsw-info.de/presse/archiv-pressemitteilungen/pressemitteilungen-2017/dsw-reicht-feststellungsklage-gegen-linde-ein/>.

18 LG München I, Urt. v. 20.12.2018 – 5 HK O 15236/17, ZIP 2019, 266, 269; in diese Richtung *obiter* auch schon OLG Frankfurt, Urt. v. 1. Oktober 2013 – 5 U 214/12, NZG 2014, 1017, 1019.

19 Das Berufungsverfahren wird unter dem Aktenzeichen 7 U 448/19 geführt.

20 Decher, FS Lutter, S. 1209, 1224; Goslar, EWIR 2019, 171; Habersack, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, Vor § 311 AktG Rn. 45a; Hippeli, NZG 2019, 535; Marsch-Barner, in: Semler/Volhard, Arbeitshandbuch Unternehmensübernahmen, § 7 Rn. 61; Reichert, in: Semler/Volhard, Arbeitshandbuch Unternehmensübernahmen, § 17 Rn. 62; Schmolke, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2018, S. 137, 158 ff.; Seidel/Kromer, AG 2019, 206, 208 f.; Spindler, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 40a; Stöcker, Rechtsfragen grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse, S. 118 ff.; Wilsing, FS Marsch-Barner, S. 595, 600 ff.; Zetzsche, in: Köln-KommAktG, § 179a Rn. 39 ff.; nunmehr auch Koch, ZGR 2019, 588, 619.

21 Strohn, ZHR 182 (2018), 114, 128 ff. mit einem Formulierungsvorschlag für die von ihm für erforderlich gehaltene Satzungsergänzung, a.a.O., S. 154.

22 N. Horn, ZIP 2000, 473, 479; Strohn, ZHR 182 (2018), 114, 144 ff.; Muck, Defizite im deutschen Übernahmerecht, Rn. 852 ff.; Hoffmann, in: Spindler/Stilz, AktG, § 119 Rn. 33a.

Auch der Rechtsausschuss des Bundestages ist im Zuge der Beratungen über das ARUG II<sup>23</sup> nicht zuletzt durch den Fall Linde/Praxair auf die Thematik der Hauptversammlungskompetenz für bedeutende Unternehmenstransaktionen aufmerksam geworden, hat sich angesichts der Komplexität der damit verbundenen Fragen jedoch gegen ein vorschnelles Handeln entschieden.<sup>24</sup>

### C. Gang der Untersuchung und Themeneingrenzung

Die Frage der Hauptversammlungskompetenz steht auch im Mittelpunkt dieser Untersuchung. Ihre Beantwortung setzt die Kenntnis der wesentlichen Einzelheiten des Transaktionsablaufs voraus. Deren Beschreibung steht daher am Beginn der Arbeit.<sup>25</sup>

Im nächsten Schritt wird die rechtliche Zulässigkeit der Transaktionsstruktur als solche in den Blick genommen.<sup>26</sup> Danach werden Gestaltungsalternativen nach dem deutschen Umwandlungsrecht untersucht und die Gründe aufgezeigt, aus denen die Kautelarpraxis der hier behandelten Transaktionsstruktur den Vorzug gibt.<sup>27</sup>

Das Bestehen einer *geschriebenen* Hauptversammlungskompetenz wird vorrangig unter dem Gesichtspunkt geprüft, ob die Fusion durch NewCo-Übernahme eine „umgekehrte“ Konzernklausel in der Satzung voraussetzt. Ergänzend wird erörtert, ob das BCA als „verdeckter“ Beherrschungsvertrag zu werten ist.<sup>28</sup>

Den Ausgangspunkt für die Prüfung einer *ungeschriebenen* Hauptversammlungskompetenz bildet die Darstellung der dazu ergangenen Recht-

---

23 Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) vom 12.12.2019, BGBl. I, S. 2637.

24 Vgl. BT-Drs. 19/15153, S. 60, unter Punkt IV.: „Der Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz hat sich mit der Frage einer zusätzlichen Hauptversammlungszuständigkeit für die Zustimmung zu bedeutenden Unternehmenstransaktionen befasst. Er ist zu dem Ergebnis gekommen, dass eine solche Regelung, die die grundsätzliche Kompetenzverteilung in der Aktiengesellschaft berührt, nicht beiläufig anlässlich der Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie eingeführt werden kann. Angesichts ihrer Bedeutung ist für eine derartige Regelung eine vorherige umfassende Beteiligung von Wissenschaft und Praxis sowie der interessierten Kreise erforderlich.“

25 Kapitel 1.

26 Kapitel 2.

27 Kapitel 3.

28 Kapitel 4.

sprechung des BGH, insbesondere der Leitentscheidungen in den Fällen Holz Müller und Gelatine, sowie der Resonanz, die diese Rechtsprechung in der Literatur gefunden hat.<sup>29</sup> Im Anschluss daran werden die vom BGH entwickelten Grundsätze in zwei Schritten auf die Fusion durch NewCo-Übernahme angewandt. Zunächst wird geklärt, ob diese zu einer Beeinträchtigung der Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre führt, die derjenigen in den vom BGH entschiedenen Fällen gleichkommt.<sup>30</sup> Sodann wird der Frage nachgegangen, welche Konsequenzen sich aus der notwendigen Mitwirkung der Aktionäre am Vollzug der Transaktion für das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses ergeben.<sup>31</sup>

Die Holz Müller/Gelatine-Grundsätze dienen zwar allgemein der Wahrung der Rechte der Aktionäre im Verhältnis zur Verwaltung, wurden vom BGH aber von Anfang an auch in den Zusammenhang des Minderheitenschutzes gestellt.<sup>32</sup> Der Frage, ob dieser Gesichtspunkt für sich allein zur Begründung einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz geeignet wäre, soll im Rahmen dieser Arbeit nicht in grundsätzlicher Hinsicht nachgegangen werden. Der Aspekt des Minderheitenschutzes kommt aber insbesondere in Kapitel 6 bei der Erörterung der Frage zum Tragen, ob die mit dem Vollzug der Fusion verbundene Konzernierung einen Eingriff in die Rechte der nichttauschenden und sich deshalb in der Minderheitssituation wiederfindenden Aktionäre der Altgesellschaft darstellt..

---

29 Kapitel 5.

30 Kapitel 6.

31 Kapitel 7.

32 Vgl. den Text bei Fn. 555.



# Kapitel 1 – Überblick über die Gestaltung der Transaktion

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

## A. Holdingmodell als Zielstruktur

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

## B. Überblick über den rechtstechnischen Ablauf der Transaktion

### I. Errichtung der NewCo

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### a) Mindestannahmeschwelle

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

---

61 Siehe hierzu unten S. 46 ff.

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

## b) Maßnahmen der Konzernintegration

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

### aa) Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

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

---

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

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

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

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

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



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

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

#### bb) Ausschluss verbliebener Minderheitsaktionäre

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

---

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

---

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

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

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

## 2. Ausländischer Fusionspartner

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

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

---

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

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

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

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

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

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

### III. Umtauschverhältnis

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

---

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

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

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

#### IV. Vollzugsbedingungen

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

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

---

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

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

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

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

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



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

### C. Das Business Combination Agreement

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

#### I. Einbuchung in eigene Wertpapierkennung

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

---

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

105 Siehe hierzu unten S. 53 ff.

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

## II. Auswirkungen auf Indizes

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

---

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

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

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

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

---

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

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

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

## Kapitel 2 – Allgemeine rechtliche Zulässigkeit der Gestaltung

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

### A. *Verbotener Rükckerwerb eigener Aktien?*

Das Umtauschangebot der NewCo ist typischerweise auf den Erwerb von mindestens 75% – und selbst nach einer eventuellen Herabsetzung der Mindestannahmeschwelle nicht weniger als 60% – der Aktien des deutschen Fusionspartners gerichtet. Ein Erwerb von Aktien in diesem Umfang wäre aktienrechtlich unzulässig, wenn es sich bei der NewCo im Zeitpunkt des Vollzugs des Übernahmeangebots um ein von dem deutschen Fusionspartner abhängiges Unternehmen handeln würde. In diesem Fall wäre der Erwerb der Anteile durch die NewCo als mittelbarer Rükckerwerb eigener Aktien durch den Fusionspartner zu werten, der nach § 71d Satz 2 AktG den gleichen Beschränkungen wie der unmittelbare Erwerb eigener Aktien unterliegt. Ein Erwerb eigener Aktien ist aber nur unter den Voraussetzungen des § 71 Abs. 1 AktG und in den Grenzen des § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG, das heißt – von hier offensichtlich nicht vorliegenden Ausnahmefällen<sup>117</sup> abgesehen – nur bis zu 10% des Grundkapitals zulässig. Diese Beteiligungsgrenze müsste für den Vollzug des Übernahmeangebots um ein Vielfaches überschritten werden.

---

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

## I. Abhängigkeit nach § 17 Abs. 1 AktG

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

Gesellschaftsrechtlich vermittelt<sup>124</sup> ist die Möglichkeit der Einflussnahme, wenn sie die Innenstruktur der Gesellschaft betrifft.<sup>125</sup> Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn sie sich aus Gesellschafterrechten oder aus einem Beherrschungsvertrag ergibt.<sup>126</sup> Über das Merkmal der gesellschaftsrechtlichen Vermittlung sollen externe Abhängigkeiten, die sich aus rein wirtschaftlichen Verflechtungen – z.B. mit Kreditgebern, Lieferanten oder Abnehmern – ergeben, aus dem Tatbestand der Abhängigkeit ausgeschlossen werden. Das Erfordernis der gesellschaftsrechtlichen Vermittlung wird aus dem systematischen Vergleich mit § 17 Abs. 2 AktG abgeleitet. Dort wird die Vermutung aufgestellt, dass ein Unternehmen, das im Mehrheitsbesitz eines anderen Unternehmens steht, von diesem abhängig ist. Diese Regelung belegt die gesetzgeberische Vorstellung, dass sich beherrschender Einfluss vor allem aus Gesellschafterrechten und den damit verbundenen Einflussmöglichkeiten ergibt.<sup>127</sup>

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

---

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

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

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

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

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

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



herrschte Unternehmen von jedem einzelnen der Unternehmen abhängig, die gemeinsam beherrschenden Einfluss haben.<sup>129</sup>

## II. Fall der Fusion durch NewCo-Übernahme

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

Dies schließt die Möglichkeit eines gesellschaftsrechtlich vermittelten Einflusses der Fusionspartner auf die NewCo aber nicht von vornherein aus. Denn die zwischengeschalteten Zweckgesellschaften<sup>131</sup> haben das Leitungsorgan der NewCo bereits vor Abgabe des Übernahmeangebots jeweils zur Hälfte mit Vertretern der beiden Fusionspartner besetzt<sup>132</sup> und sollen ihre Stimmrechte allein im Interesse einer planmäßigen Durchführung der Transaktion einsetzen.<sup>133</sup>

---

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

130 Siehe oben S. 28 ff.

131 Dies gilt entsprechend für die Zwischenschaltung einer Stiftung.

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

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

## 1. NewCo als abhängiges Unternehmen

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

Die Regelung des § 71d Satz 2 AktG dient, mittlerweile den Vorgaben der Kapitalrichtlinie<sup>135</sup> folgend,<sup>136</sup> zum einen dem Erhalt des Kapitals der herrschenden Gesellschaft.<sup>137</sup> Aus der Sicht des herrschenden Unternehmens hat der Erwerb seiner Aktien durch das abhängige Unternehmen zur Folge, dass die seiner Beteiligungsquote entsprechende mittelbare Inhaberschaft an den Vermögensgegenständen, die als Gegenleistung für den Erwerb hingegeben werden, durch eine seiner Beteiligungsquote entsprechende mittelbare Beteiligung an sich selbst ersetzt wird. Da diese Beteiligung an sich selbst für das herrschende Unternehmen keinen eigenständigen wirtschaftlichen Wert hat, geht die Gegenleistung, die das abhängige Unternehmen für den Erwerb der Aktien zahlt, wirtschaftlich zu Lasten des Vermögens des herrschenden Unternehmens.<sup>138</sup>

---

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

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

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

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

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

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

Der Erhalt des Kapitals des deutschen Fusionspartners ist nicht gefährdet, weil dieser überhaupt keine Anteile an der NewCo hält, die er in seiner Bilanz auszuweisen hätte<sup>140</sup> und deren Wert durch den Erwerbsvorgang ausgehöhlt werden könnte. Abgesehen davon fehlt es auf Seiten der NewCo auch an einer Weggabe vorhandener Vermögensgegenstände. Denn als Gegenleistung für den Erwerb der Anteile am deutschen Fusionspartner gibt sie nur eigene junge Aktien aus, für die im Gegenzug die Aktien des deutschen Fusionspartners eingelegt werden.

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

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

---

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

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

B. Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat nach § 27 WpÜG

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

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

Das Übernahmeangebot der NewCo ist das Ergebnis des zwischen den Fusionspartnern geschlossenen BCA, an dessen Aushandlung und Abschluss alle Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats in der einen oder anderen Form beteiligt gewesen sein müssen. Selbst wenn die Aushandlung des Vertrags einzelnen Vorstandsmitgliedern überlassen worden sein sollte, hätte dessen Abschluss einen Beschluss des Gesamtvorstands erfordert. Denn der Zusammenschluss mit einem anderen Unternehmen stellt eine Maßnahme von solcher Tragweite dar, dass die Entscheidung darüber zum unveräußerlichen Kernbereich der nach § 76 Abs. 1 AktG dem Vorstand in seiner Gesamtheit<sup>141</sup> obliegenden Leitungsaufgabe gehört.<sup>142</sup>

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

---

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

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

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

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

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

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

## II. Rechtliche Maßstäbe für die Behandlung von Interessenkonflikten

### 1. Gesetzliche Ausgangslage

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

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

Dies wird durch die Regelung bestätigt, die das Gesetz für den Fall getroffen hat, dass Mitglieder der Verwaltungsorgane – wie im Regelfall<sup>147</sup> – selbst Aktien der Zielgesellschaft halten und sich aus diesem Grund in

---

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

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

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

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

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

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

## 2. Rechtsfolge abhängig vom Grad des Konflikts

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

### III. Interessenkonflikte bei der Fusion durch NewCo-Übernahme

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

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

---

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

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

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

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



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

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

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

### C. Ergebnis

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

---

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

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

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

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

## Kapitel 3 – Alternative Gestaltungsmöglichkeiten

Seine Anwendbarkeit auf grenzüberschreitende Fusionsvorgänge unterstellt, hält auch das Umwandlungsgesetz von 1994 die erforderlichen Instrumente zur Herbeiführung des mit der NewCo-Gründung bezweckten Erfolgs bereit. Nach § 2 UmwG können Rechtsträger eines Unternehmens auf einen anderen Rechtsträger verschmolzen werden. Die Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister hat zur Folge, dass das Vermögen der übertragenden Rechtsträger einschließlich der Verbindlichkeiten auf den übernehmenden Rechtsträger übergeht (§ 20 Abs. 1 Nr. 1 UmwG), die übertragenden Rechtsträger erlöschen (§ 20 Abs. 1 Nr. 2 Satz 1 UmwG) und die Anteilhaber der übertragenden Rechtsträger zu Anteilhabern des übernehmenden Rechtsträgers werden (§ 20 Abs. 1 Nr. 3, erster Satzteil UmwG).

Die Verschmelzung kann entweder im Wege der Aufnahme durch Übertragung des Vermögens eines Rechtsträgers oder mehrerer Rechtsträger<sup>158</sup> auf einen anderen bestehenden Rechtsträger<sup>159</sup> (§ 2 Nr. 1 UmwG) oder im Wege der Neugründung durch Übertragung des Vermögens zweier oder mehrerer Rechtsträger auf einen neuen, von ihnen dadurch gegründeten Rechtsträger<sup>160</sup> (§ 2 Nr. 2 UmwG) gegen Gewährung von Anteilen oder Mitgliedschaften des übernehmenden oder neuen Rechtsträgers an die Anteilhaber der übertragenden Rechtsträger erfolgen.

Der beabsichtigte Charakter des Zusammenschlusses als *merger of equals* lässt sich nicht nur durch die Verschmelzung auf einen neuen dadurch gegründeten Rechtsträger gemäß § 2 Nr. 2 UmwG, sondern auch durch Verschmelzung auf einen anderen bestehenden Rechtsträger gemäß § 2 Nr. 1 UmwG wahren. Denn bei dem aufnehmenden Rechtsträger muss es sich nicht um einen der Fusionspartner handeln, sondern es kommt auch die Verschmelzung auf eine von ihnen zu diesem Zweck gegründete gemeinsame Tochtergesellschaft in Betracht (sog. *downstream merger*).

Die angestrebte Holdingstruktur lässt sich ebenfalls auf beiden Wegen verwirklichen. Zwar hat die Verschmelzung das Erlöschen der übertragenden Rechtsträger (§ 20 Abs. 1 Nr. 2 Satz 1 UmwG) mit der Wirkung zur

---

158 Vom Gesetz als „übertragende Rechtsträger“ bezeichnet.

159 Vom Gesetz als „übernehmender Rechtsträger“ bezeichnet.

160 Vom Gesetz als „neuer Rechtsträger“ bezeichnet.

Folge, dass ihr Vermögen unmittelbar auf den aufnehmenden oder neuen Rechtsträger übergeht (§ 20 Abs. 1 Nr. 1 UmwG). Der damit verbundene Verlust einer Konzernebene lässt sich aber dadurch vermeiden, dass die Fusionspartner vor der Verschmelzung jeweils eine Totalausgliederung ihrer Vermögen auf eine neue Tochtergesellschaft vornehmen oder der aufnehmende oder neue Rechtsträger nach Vollzug der Verschmelzung eine solche Totalausgliederung vornimmt.

Im Folgenden soll zunächst geklärt werden, ob und ggf. unter welchen Voraussetzungen das Regelungsregime des Umwandlungsgesetzes auch auf grenzüberschreitende Verschmelzungsvorgänge anwendbar ist. Soweit dies der Fall ist, soll sodann der Frage nachgegangen werden, aus welchen Gründen die Rechtspraxis das Instrumentarium des Umwandlungsgesetzes ungenutzt lässt und stattdessen der Übernahme durch NewCo den Vorzug gibt.

#### A. Anwendbarkeit des Umwandlungsgesetzes auf grenzüberschreitende Verschmelzungen

Rechtsvorgänge, die Berührungspunkte zu mehreren Rechtsordnungen aufweisen, werfen stets die Frage auf, welche von ihnen für die rechtliche Beurteilung des Vorgangs bzw. bestimmter Teilaspekte maßgeblich ist. Diese Frage wird von jeder der betroffenen Rechtsordnungen nach den Vorschriften ihres Internationalen Privatrechts beantwortet.

Das Internationale Privatrecht der Gesellschaften und juristischen Personen ist in Deutschland bisher nicht ausdrücklich geregelt.

Ein im Jahr 2008 bekannt gewordener Referentenentwurf für ein Gesetz zum Internationalen Privatrecht der Gesellschaften, Vereine und juristischen Personen<sup>161</sup> sah vor, dass Gesellschaften, Vereine und juristische Personen des Privatrechts dem Recht des Staates unterliegen sollten, in dem sie in ein öffentliches Register eingetragen sind.<sup>162</sup> Für den Fall, dass sie nicht oder noch nicht in ein öffentliches Register eingetragen sind, sollten sie dem Recht des Staates unterliegen, nach dem sie organisiert sind.<sup>163</sup> Die Voraussetzungen, das Verfahren und die Wirkungen einer Umwandlung

---

161 Abrufbar unter: [http://www.gesmat.bundesgerichtshof.de/gesetzesmaterialien/16\\_wp/int\\_gesr/refe.pdf](http://www.gesmat.bundesgerichtshof.de/gesetzesmaterialien/16_wp/int_gesr/refe.pdf). Vgl. dazu aus der Innensicht des BMJV *Wagner/Timm*, IPPrax 2008, 81.

162 Art. 10 Abs. 1 Satz 1 EGBGB in der Fassung des Referentenentwurfs.

163 Art. 10 Abs. 1 Satz 2 EGBGB in der Fassung des Referentenentwurfs.

im Wege der Verschmelzung, Spaltung, Vermögensübertragung oder des Formwechsels sollten für jede der beteiligten Gesellschaften, Vereine oder juristischen Personen dem nach Art. 10 Abs. 1 EGBGB in der Fassung des Referentenentwurfs auf sie anwendbares Recht unterliegen.<sup>164</sup> Dieses üblicherweise als Personal- oder Gesellschaftsstatut bezeichnete<sup>165</sup> Recht sollte insbesondere maßgebend sein für die Aufstellung eines Umwandlungsplans, das Verfahren der Beschlussfassung, den Schutz der Gläubiger, den Schutz der Mitglieder, welche die Umwandlung abgelehnt haben, und die Übertragung von Vermögensgegenständen im Wege der Umwandlung.<sup>166</sup> Der Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Umwandlung sollte sich nach dem Personalstatut der aus der Umwandlung hervorgehenden Gesellschaft richten.<sup>167</sup>

Wohl vor allem wegen der politisch sehr umstrittenen Regelungen zur unternehmerischen Mitbestimmung ist der Referentenentwurf bis heute nicht über dieses Stadium hinausgelangt.<sup>168</sup> Es steht auch nicht zu erwarten, dass er vor einer Regelung der Fragen auf europäischer Ebene weiterverfolgt werden wird.<sup>169</sup>

## I. Das Gesellschaftsstatut

Für das – auch für die Beurteilung von Umwandlungsvorgängen bedeutsame – Gesellschaftsstatut kommen zwei Anknüpfungsmomente in Betracht: der Ort, nach dessen Recht eine Gesellschaft gegründet wurde (Gründungstheorie), und der Ort, an dem die Gesellschaft ihren tatsächlichen Verwaltungssitz hat (Sitztheorie). Nach der Gründungstheorie wird eine nach dem Recht eines anderen Staates gegründete Gesellschaft auch nach der Verlegung ihres Verwaltungssitzes in einen anderen Staat weiterhin hinsichtlich aller gesellschaftsrechtlichen Fragen<sup>170</sup> nach ihrem Grün-

---

164 Art. 10a Abs. 1 EGBGB in der Fassung des Referentenentwurfs.

165 *Kindler*, in: MünchKommBGB, IntGesR Rn. 351.

166 Art. 10a Abs. 2 Nr. 1 bis 5 EGBGB in der Fassung des Referentenentwurfs.

167 Art. 10a Abs. 3 EGBGB in der Fassung des Referentenentwurfs.

168 Vgl. etwa *Eberspächer*, ZIP 2008, 1951.

169 Vgl. *Leible*, in: Michalski/Heidinger/Leible/J. Schmidt, GmbHG, Systematische Darstellung 2 Rn. 18 und 65.

170 Zur Reichweite des Gesellschaftsstatuts vgl. BGH, Urt. v. 11.7.1957 – II ZR 318/55, BGHZ 25, 134, 144; das Gesellschaftsstatut bestimmt „unter welchen Voraussetzungen die juristische Person entsteht, lebt und vergeht“; im Einzelnen *Weller*, in: MünchKommGmbHG, Einleitung Rn. 387 ff. m.w.N.

dungsrecht behandelt. Nach der Sitztheorie wird die Gesellschaft nach der Verlagerung ihres Verwaltungssitzes hingegen nach dem Gesellschaftsrecht des Sitzstaats behandelt.<sup>171</sup>

Das deutsche IPR folgt nach der Rechtsprechung des BGH im Grundsatz der Sitztheorie.<sup>172</sup> Nach früher vertretener Ansicht führte dies dazu, dass die ausländische Gesellschaft durch ihren Grenzübertritt mangels Neugründung nach deutschem Recht ihre Rechts- und Parteifähigkeit verlor.<sup>173</sup> Mittlerweile behandelt die höchstrichterliche Rechtsprechung die ausländische Gesellschaft nach ihrem Grenzübertritt nicht mehr pauschal als nicht existent, sondern unterwirft sie dem deutschen Rechtsformzwang. Da eine ausländische Kapitalgesellschaft die Gründungsvoraussetzungen einer deutschen Kapitalgesellschaft nicht erfüllt, insbesondere nicht in das deutsche Handelsregister eingetragen ist, hat dies regelmäßig zur Folge, dass die Gesellschaft in Deutschland als OHG behandelt wird.<sup>174</sup> Die Rechts- und Parteifähigkeit bleibt ihr damit zwar in anderer Form erhalten.<sup>175</sup> Ihre Gesellschafter zahlen dafür jedoch den Preis unbeschränkter persönlicher Außenhaftung.<sup>176</sup>

Nachdem der EuGH die praktischen Auswirkungen der Sitztheorie für mit der Niederlassungsfreiheit aus Art. 49 AEUV unvereinbar erklärt hat,<sup>177</sup> folgt der BGH bei Gesellschaften, die diese Grundfreiheit für sich in

---

171 Vgl. für einen Überblick zur Sitz- und Gründungstheorie: *Kropholler*, Internationales Privatrecht, § 55 I 2. ff. sowie *Weller*, in: MünchKommGmbHG, Einleitung Rn. 320 ff.

172 BGH, Urt. v. 17.10.1968 – VII ZR 23/58, BGHZ 51, 27, 28; BGH, Urt. v. 30.1.1970 – V ZR 139/68, BGHZ 53, 181, 183; BGH, Urt. v. 5.11.1980 – VIII ZR 230/9, BGHZ 78, 318, 334; BGH, Urt. v. 21.3.1986 – V ZR 10/85, BGHZ 97, 269, 271; BGH, Urt. v. 1.7.2002 – II ZR 380/00, BGHZ 151, 204, 206.

173 BGH, Urt. v. 30.1.1970 – V ZR 139/68, BGHZ 53, 181 ff.; BGH, Urt. v. 21.3.1986 – V ZR 10/85, BGHZ 97, 269, 272; OLG München, Urt. v. 31.10.1994 – 26 U 2596/94, NJW-RR 1995, 703, 704.

174 BGH, Urt. v. 1.7.2002 – II ZR 380/00, BGHZ 151, 204; bestätigt durch BGH, Urt. v. 27.10.2008 – II ZR 158/06, BGHZ 178, 192 – *Trabrennbahn*: sog. Wechselbalgtheorie; der Begriff geht wohl zurück auf *Goette*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2007, S. 2, 5.

175 BGH, Urt. v. 1.7.2002 – II ZR 380/00, BGHZ 151, 204; BGH, Urt. v. 27.10.2008 – II ZR 158/06, BGHZ 178, 192 Rn. 23 – *Trabrennbahn*.

176 Urt. v. 27.10.2008 – II ZR 158/06, BGHZ 178, 192 Rn. 23 (*obiter*) – *Trabrennbahn*.

177 EuGH, Urt. v. 9.3.1999 – C-212/97, Slg. 1999, I-1459 – *Centros*; EuGH, Urt. v. 5.11.2002 – C-208/00, Slg. 2002 I-9919 – *Überseering*; EuGH, Urt. v. 30.9.2003 – C-167/01, Slg. 2003, I-10155-10238 – *Inspire Art*.

Anspruch nehmen können, der Gründungstheorie.<sup>178</sup> Die mittlerweile wohl überwiegende Auffassung in der Literatur befürwortet einen Übergang zur Gründungstheorie auch für Drittstaaten,<sup>179</sup> was dem gescheiterten Referentenentwurf<sup>180</sup> entspräche. Demgegenüber hält die höchstrichterliche Rechtsprechung für Gesellschaften aus Drittstaaten bisher weiter an der Sitztheorie fest.<sup>181</sup>

## II. Anknüpfung der grenzüberschreitenden Verschmelzung

Auf die Frage, welches Recht auf einen grenzüberschreitenden Umwandlungsvorgang anzuwenden ist, geben weder die Gründungs- noch die Sitztheorie eine unmittelbare Antwort. Denn sie bestimmen lediglich darüber, nach welcher Rechtsordnung ein Rechtsträger *für sich betrachtet* in gesellschaftsrechtlichen Fragen zu behandeln ist, geben jedoch keine Antwort darauf, nach welchem Recht ein Verschmelzungsvorgang zwischen zwei Rechtsträgern mit unterschiedlichen Gesellschaftsstatuten zu beurteilen ist.

Konzeptionell könnte insofern entweder allein auf das Recht des aufnehmenden bzw. neugegründeten Rechtsträgers oder allein auf das Recht des übertragenden Rechtsträgers abgestellt werden. In beiden Fällen könnte der Gläubiger- und Mitgliederschutz jeweils eines der beiden Rechtsträger auf der Strecke bleiben.<sup>182</sup> Den Weg aus diesem Dilemma weist die Vereinigungstheorie. Danach ist keine der beteiligten Rechtsordnungen exklusiv anzuwenden, sondern eine Kombination der beteiligten Rechtsordnungen vorzunehmen, bei der einzelne Aspekte des Verschmelzungsvorgangs jeweils unterschiedlich angeknüpft werden. Der Grundgedanke besteht dabei darin, die beteiligten Gesellschaftsstatute hinsichtlich des ih-

---

178 BGH, Urt. 13.3.2003 – VII ZR 370/98, BGHZ 154, 185 (Abschlussentscheidung in der Sache *Überseering*); bestätigt durch BGH, Urt. v. 13.9.2004 – II ZR 276/02, ZIP 2004, 2095; BGH, Urt. v. 14.3.2005 – II ZR 5/03, NZG 2005, 508.

179 Vgl. statt vieler: *Kieninger*, NJW 2009, 292; *Lieder/Kliebisch*, BB 2009, 338; *Hellgardt/Illmer*, NZG 2009, 94; *Balthasar*, RIW 2009, 221.

180 Siehe oben S. 60.

181 Urt. v. 27.10.2008 – II ZR 158/06, BGHZ 178, 192 Rn. 23 – *Trabrennbahn* gegen OLG Hamm, Urt. v. 26.5.2006 – 30 U 166/05, ZIP 2006, 1822, welches in einem „rechtspolitische[n] Appell“ (*Weller*, in: MünchKommGmbHG, Einleitung Rn. 372) die Gründungstheorie auch auf die Schweiz als Drittstaat für anwendbar gehalten hatte; zuletzt BGH, Urt. v. 8.9.2016 – III ZR 7/15, NZG 2016, 1187, Rn. 13 (*obiter*).

182 *Kindler*, in: MünchKommBGB, IntGesR Rn. 795 ff.

nen unterliegenden Rechtsträgers jeweils so gut wie möglich zur Geltung zu bringen. Nur bei denjenigen Schritten des Verschmelzungsvorgangs, die ein gemeinsames Handeln der beteiligten Rechtsträger voraussetzen, sind die betroffenen Gesellschaftsstatute dergestalt zu kumulieren, dass sich die strengere Rechtsordnung durchsetzt.<sup>183</sup> Die grundsätzliche Zulässigkeit der grenzüberschreitenden Verschmelzung ist danach für jede Gesellschaft nach ihrem jeweiligen Gesellschaftsstatut zu beurteilen.<sup>184</sup> Dies gilt sowohl für die Frage, ob sich die Gesellschaft überhaupt an der Verschmelzung beteiligen kann, als auch dafür, ob die Verschmelzung gerade mit den anderen daran beteiligten Rechtsträgern möglich ist.<sup>185</sup> Im Ergebnis müssen damit alle beteiligten Rechtsordnungen erlauben, dass sich alle beteiligten Rechtsträger an einer Verschmelzung mit den jeweils anderen beteiligten Rechtsträgern beteiligen können.<sup>186</sup>

Hinsichtlich des Verfahrens der grenzüberschreitenden Verschmelzung – zu dem insbesondere der Abschluss des Verschmelzungsvertrags<sup>187</sup>, die Erstellung eines Verschmelzungsplans<sup>188</sup> oder Verschmelzungsberichts<sup>189</sup>,

---

183 Vgl. zum Vorstehenden grundlegend *Beitzke*, FS Hallstein, S. 14, 20 f.; ihm folgend *Koppensteiner*, Internationale Unternehmen im deutschen Gesellschaftsrecht, S. 269 f.; heute im Grundsatz allgemeine Meinung, vgl. *Hoffmann*, in: MünchHdbGesR, Bd. 6, § 53 Rn. 7; *Kindler*, in: MünchKommBGB, IntGesR Rn. 799 ff.; *Lucaj*, Grenzüberschreitende Verschmelzung mit Drittstaatenbezug, S. 94 f.; der Sache nach auch *Simon/Rubner*, in: KölnKommUmwG, Vor § 122a Rn. 24 f.

184 Vgl. die Nachweise in Fn. 183.

185 So ausdrücklich *Kindler*, in: MünchKommBGB, IntGesR Rn. 805; ebenso *Lucaj*, Grenzüberschreitende Verschmelzung mit Drittstaatenbezug, S. 95; *Simon/Rubner*, in: KölnKommUmwG, Vor § 122a Rn. 23; wohl auch *Hoffmann*, in: MünchHdbGesR, Bd. 6, § 53 Rn. 7.

186 Um eine *kumulative Anknüpfung* handelt es sich hier indes nicht, weil die beteiligten Rechtsordnungen nicht auf das gesamte Rechtsverhältnis kumulativ angewendet werden, sondern nur auf einen einzelnen Aspekt dieses Rechtsverhältnisses, nämlich die Verschmelzungsvoraussetzungen. Es wird insofern von gekoppelter oder distributiver Anknüpfung gesprochen, vgl. *Kindler*, in: MünchKommBGB, IntGesR Rn. 804; vgl. zur Abgrenzung etwa *Lorenz*, in: BeckOK BGB, EGBGB, Einleitung zum Internationalen Privatrecht Rn. 37. In dieser konkreten Konstellation ergibt sich aus dieser Differenzierung aber kein praktischer Unterschied, vgl. zu einem strukturell ähnlichen Fall *Kropholler*, Internationales Privatrecht, § 20 V.

187 Vgl. §§ 4 ff. UmwG.

188 Vgl. Art. 122 der Richtlinie (EU) 2017/1132 v. 14.6.2017, ABl. L 169/46 v. 30.6.2017.

189 Vgl. § 8 UmwG.



die Prüfung des Verschmelzungsberichts<sup>190</sup>, die Beschlussfassung über den Verschmelzungsvertrag<sup>191</sup> und schließlich die Offenlegung der Verschmelzung<sup>192</sup> gehören<sup>193</sup> – ist zu unterscheiden: Soweit die beteiligten Gesellschaften je für sich tätig werden können, ist ihr jeweiliges Personalstatut maßgeblich. Soweit hingegen ein gemeinsames Tätigwerden der an dem Vorgang beteiligten Gesellschaften erforderlich ist, sind alle Rechtsordnungen zu kumulieren.<sup>194</sup> Dies hat zur Folge, dass sich beim Abschluss des Verschmelzungsvertrags diejenige Rechtsordnung durchsetzt, die die strengsten Anforderungen an dessen Form und Inhalt stellt.<sup>195</sup> Das Gleiche gilt für die Notwendigkeit eines Verschmelzungsplans oder Verschmelzungsberichts sowie dessen Prüfung.<sup>196</sup> Demgegenüber richten sich die Anforderungen an die Beschlussfassung über den Verschmelzungsvertrag ebenso wie die Offenlegung der Verschmelzung nach dem Personalstatut jeder einzelnen Gesellschaft.<sup>197</sup>

Auch hinsichtlich der Wirkungen einer grenzüberschreitenden Verschmelzung ist zu differenzieren. Der damit bezweckte Vermögensübergang auf dem Weg der Gesamtrechtsnachfolge beurteilt sich nach dem Personalstatut der übertragenden Gesellschaft.<sup>198</sup> Soweit es sich um Vermögen in einem anderen Staat handelt, gilt dies allerdings nur unter der Voraussetzung, dass das Belegenheitsrecht eine Gesamtrechtsnachfolge in Folge der Fusion anerkennt; anderenfalls tritt das Personalstatut der übertragenden Gesellschaft hinter das Belegenheitsrecht zurück.<sup>199</sup> Hinsichtlich der Vorschriften, die den Schutz Dritter – z.B. der Gläubiger der übertragenden Gesellschaft – bezwecken, sind die Anforderungen aus den Personalstatuten der übertragenden und der aufnehmenden Gesellschaft zu kumulieren.<sup>200</sup> Da dieser Schutz vom Zeitpunkt des Erlöschens der übertragenden Gesellschaft an nur noch nach dem Personalstatut der aufnehmenden Gesellschaft gewährleistet werden kann, bedeutet dies, dass die

---

190 Vgl. § 9 UmwG.

191 Vgl. § 13 UmwG.

192 Vgl. § 16 f. UmwG.

193 *Kindler*, in: MünchKommBGB, IntGesR Rn. 808.

194 *Kindler*, in: MünchKommBGB, IntGesR Rn. 807.

195 *Kindler*, in: MünchKommBGB, IntGesR Rn. 809; *Simon/Rubner*, in: Köln-KommUmwG, Vor § 122a Rn. 25.

196 *Kindler*, in: MünchKommBGB, IntGesR Rn. 809.

197 *Kindler*, in: MünchKommBGB, IntGesR Rn. 810.

198 *Kindler*, in: MünchKommBGB, IntGesR Rn. 812.

199 *Kindler*, in: MünchKommBGB, IntGesR Rn. 812.

200 *Kindler*, in: MünchKommBGB, IntGesR Rn. 814; *Behrens/Hoffmann*, in: Groß-KommGmbHG, Einleitung B Rn. 125.

Wirkungen der grenzüberschreitenden Verschmelzung letztlich nur dann eintreten können, wenn sich die Vorschriften über die Rechtsfolgen der Verschmelzung weitgehend entsprechen.<sup>201</sup>

### III. Zulässigkeit grenzüberschreitender Verschmelzungen nach deutschem Sachrecht

Der Befund, dass die Zulässigkeit grenzüberschreitender Verschmelzungen unter Beteiligung deutscher Gesellschaften – jedenfalls auch – nach deutschem Sachrecht zu beurteilen ist, sagt jedoch noch nichts darüber aus, ob und ggf. unter welchen Voraussetzungen dieses einen solchen Vorgang ermöglicht. Insofern ist zwischen Fällen zu unterscheiden, in denen der ausländische Fusionspartner seinen Sitz in einem Mitgliedstaat der EU oder in einem Vertragsstaat des EWR hat, und solchen, in denen dieser seinen Sitz in einem Drittstaat hat.

Seit der Umsetzung<sup>202</sup> der Verschmelzungsrichtlinie<sup>203</sup> hält das deutsche Umwandlungsrecht in den §§ 122a ff. UmwG für grenzüberschreitende Verschmelzungen von inländischen Kapitalgesellschaften mit solchen aus dem EU/EWR-Ausland ein weitgehend rechtssicheres Verfahren<sup>204</sup> bereit. Soll der Verschmelzungsvorgang also nur unter Beteiligung solcher Rechtsträger stattfinden, steht das Umwandlungsgesetz dem nicht nur nicht entgegen, sondern stellt dafür sogar spezielle Regelungen zur Verfügung, die Schnittstellen zu den anderen beteiligten Rechtsordnungen bilden.

#### 1. Erstreckung der §§ 122a ff. UmwG aufgrund völkervertraglicher Vereinbarung?

Sind an einem Verschmelzungsvorgang neben dem deutschen Fusionspartner Gesellschaften aus einem Drittstaat beteiligt, gelangen die

---

201 *Kindler*, in: MünchKommBGB, IntGesR Rn. 814; *Großfeld/Jasper*, *RabelsZ* 53 (1989), 52, 64.

202 Zweites Gesetz zur Änderung des UmwG v. 19.04.2007, *BGBI. I*, S. 542.

203 Richtlinie 2005/56/EG v. 26.10.2005, *ABl. Nr. L 310/1* v. 25.11.2005, inzwischen aufgegangen in der Richtlinie (EU) 2017/1132 v. 14.6.2017, *ABl. Nr. L 169/46* v. 30.6.2017.

204 *Oppenhoff*, in: *MünchHdbGesR*, Bd. 8, § 18 Rn. 1.

§§ 122a ff. UmwG nur dann zur Anwendung, wenn sich dies aus einer völkerrechtlichen Vereinbarung ergibt.

Die Frage der Erstreckung der §§ 122a ff. UmwG durch völkerrechtlichen Vertrag betrifft vor allem das praktisch wichtige Verhältnis zu den USA. Es ist insoweit umstritten, ob der Freundschaftsvertrag aus dem Jahr 1954<sup>205</sup> die Anwendung der §§ 122a ff. UmwG auf Verschmelzungen mit US-Gesellschaften verlangt. Art. XXV Abs. 5 Satz 2 des Vertrags regelt die gegenseitige Anerkennung der nach dem Recht des jeweils anderen Vertragsstaats gegründeten Gesellschaften. Im Verhältnis zwischen den USA und Deutschland gilt damit abweichend von der oben skizzierten Regel<sup>206</sup> in kollisionsrechtlicher Hinsicht die Gründungstheorie.<sup>207</sup>

Die wohl noch überwiegende Auffassung lehnt eine Erstreckung der § 122a ff. UmwG auf der Grundlage des Abkommens aber zu Recht ab. Die gegenseitige Anerkennung ermöglicht zwar eine grenzüberschreitende Sitzverlegung.<sup>208</sup> Daraus folgt aber nicht, dass für Verschmelzungen mit US-amerikanischen Rechtsträgern auch die Regelungen Anwendung finden müssen, die für grenzüberschreitende Verschmelzungen mit Rechtsträgern aus EU/EWR-Staaten gelten.<sup>209</sup> Für Gesellschaften aus den USA gelten daher wie für andere Drittstaaten die im Folgenden dargestellten allgemeinen Regeln des UmwG.

---

205 Freundschafts-, Handels-, und Schifffahrtsvertrag zwischen der Bundesrepublik Deutschland und den Vereinigten Staaten von Amerika vom 29.10.1954, BGBl. II 1956, S. 487.

206 S. 63 ff.

207 BGH, Urt. v. 29.1.2003 – VIII ZR 155/02, BGHZ 153, 353 zu Art. XXV Abs. 5 Satz 2 des in Fn. 205 zitierten Abkommens.

208 *Kindler*, in: MünchKommBGB, IntGesR Rn. 339 f.; *Oppenhoff*, in: MünchHdbGesR, Bd. 8, § 18 Rn. 5.

209 Vgl. *Bayer*, in: Lutter, UmwG, § 122b Rn. 11; *Bayer/J. Schmidt*, ZHR 173 (2009), 735, 765; *Drinhausen*, in: Semler/Stengel, UmwG, § 122b Rn. 9 mit dortiger Fn. 27; *Hoffmann*, in: MünchHdbGesR, Bd. 6, § 53 Rn. 121; *Simon/Rubner*, in: KölnKommUmwG, Vor § 122a Rn. 41 ff.; vgl. auch *Kindler*, in: MünchKommBGB, IntGesR Rn. 865; a.A. aber z.B. *Althoff*, in: Böttcher/Habighorst/Schulte, UmwG, § 122a Rn. 12; *Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 1 Rn. 27 mit dortiger Fn. 5; *Kiem*, WM 2006, 1091, 1093; *ders.*, in: Habersack/Drinhausen, SE-Recht, § 122b UmwG Rn. 12. Ausführlich dazu *Frenzel*, Grenzüberschreitende Verschmelzung von Kapitalgesellschaften, passim und *Lucaj*, Grenzüberschreitende Verschmelzung mit Drittstaatenbezug, S. 161 ff. und passim; speziell zu dem Freundschaftsvertrag mit den USA: *Seelinger*, Gesellschaftskollisionsrecht und transatlantischer Binnenmarkt, S. 325 ff.

## 2. Allgemeine Regelungen des UmwG

Handelt es sich bei dem Verschmelzungspartner um eine Gesellschaft mit Sitz in einem Drittstaat, sodass der Anwendungsbereich der §§ 122a ff. UmwG nicht eröffnet ist, muss die Zulässigkeit des Verschmelzungsvorgangs nach den allgemeinen Vorschriften des Umwandlungsgesetzes beurteilt werden. Normativer Ausgangspunkt für die Beantwortung dieser Frage ist § 1 Abs. 1 UmwG. Danach können „Rechtsträger mit Sitz im Inland“ – gemeint ist der Satzungssitz<sup>210</sup> – umgewandelt werden. Für die Einschränkung „mit Sitz im Inland“ gibt es zwei mögliche Lesarten.

- a) Restriktive Auffassung: Verbot von grenzüberschreitender Verschmelzung außerhalb des Anwendungsbereichs der §§ 122a ff. UmwG

Man kann die Regelung dahin verstehen, dass das Umwandlungsgesetz nur auf solche Umwandlungsvorgänge anwendbar ist, bei denen *alle* beteiligten Rechtsträger ihren Sitz im Inland haben, woran es bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung fehlt. Nimmt man das Analogieverbot des § 1 Abs. 2 UmwG hinzu, ergibt sich daraus die Unzulässigkeit grenzüberschreitender Verschmelzungen.<sup>211</sup> Für diese Auslegung des § 1 Abs. 1 UmwG wird eine Passage in der Gesetzesbegründung zum Umwandlungsgesetz aus dem Jahr 1994 ins Feld geführt,<sup>212</sup> in der es heißt:

„Die Beschränkung der Umwandlungsmöglichkeiten auf Rechtsträger mit Sitz im Inland entspricht in fast allen Fällen dem geltenden Recht. Angesichts der Bemühungen der Europäischen Gemeinschaften um eine Regelung grenzüberschreitender Vorgänge, insbesondere der internationalen Fusion, sollte eine Regelung dieses Komplexes zurückgestellt werden. Überdies würde die Ausdehnung des Gesetzes auf internationale Fälle politisch wie rechtstechnisch erhebliche Probleme aufwerfen.“<sup>213</sup>

---

210 Vgl. *Drinhausen*, in: Semler/Stengel, UmwG, Einleitung C Rn. 20; *Dauner-Lieb*, in: KölnKommUmwG, § 1 Rn. 2; *Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 1 Rn. 15.

211 Vgl. *Kindler*, in: MünchKommBGB, IntGesR Rn. 856 f. sowie die Nachweise zur anderen Ansicht in der dortigen Fn. 3395.

212 Vgl. *Kindler*, in: MünchKommBGB, IntGesR Rn. 856.

213 BT-Drs. 12/6699, S. 80, linke Spalte.

Damit hat sich der historische Gesetzgeber gegen die im Rechtsausschuss diskutierten Vorschläge aus der Literatur gestellt, den Anwendungsbereich des Umwandlungsgesetzes auf grenzüberschreitende Vorgänge zu erstrecken.<sup>214</sup>

- b) Extensive Auslegung: Grundsätzliche Möglichkeit grenzüberschreitender Verschmelzung außerhalb des Anwendungsbereichs der §§ 122a ff. UmwG

Zum Teil wird den Worten „mit Sitz im Inland“ aber auch nur die Selbstverständlichkeit entnommen, dass das deutsche Umwandlungsrecht nicht für ausländische Rechtsträger gilt.<sup>215</sup>

Für diese Sichtweise wurde zum einen der in Form eines Passivsatzes formulierte Gesetzeswortlaut bemüht. Da in § 1 Abs. 1 UmwG von Rechtsträgern die Rede sei, die *umgewandelt werden* könnten, ergebe sich aus dem Sitzfordernis nur, dass der *übertragende* Rechtsträger, nicht aber, dass *alle* beteiligten Rechtsträger ihren Sitz im Inland haben müssten. Denn nur der übertragende Rechtsträger sei in dem Sinne an der Umwandlung beteiligt, dass er *umgewandelt werde*. Bei diesem Verständnis des Gesetzeswortlauts sei zwar die Hinausverschmelzung einer deutschen auf eine ausländische Gesellschaft möglich, die Hereinverschmelzung einer ausländischen auf eine deutsche Gesellschaft aber nicht. Diese Ungleichbehandlung erscheine deshalb widersinnig, weil sich hinsichtlich des Gläubigerschutzes und der unternehmerischen Mitbestimmung bei der Hinausverschmelzung viel schärfere Probleme ergäben als bei der Hereinverschmelzung. § 1 Abs. 1 UmwG könne daher nur die Bedeutung beigemessen werden, dass das deutsche Umwandlungsgesetz keinen Geltungsanspruch für ausländische Rechtsträger erhebe.<sup>216</sup>

Zum anderen wurde die Zulässigkeit grenzüberschreitender Verschmelzungen damit begründet, dass deren Verbot auf Sachrechtsebene in Widerspruch zu dem auf Kollisionsrechtsebene gefundenen Ergebnis stehe, dass

---

214 Von den Beratungen berichtet aus der Innensicht des BMJ *Neye*, ZIP 1994, 917, 919 f.

215 *Kronke*, ZGR 1994, 26, 35; *Kallmeyer*, ZIP 1996, 535; *Bungert*, AG 1995, 489, 502: „kodifikatorische Teilregelung“.

216 Zum Vorstehenden *Kallmeyer*, ZIP 1996, 535.

das deutsche Sachrecht über die Umwandlungsmöglichkeiten inländischer Rechtsträger entscheide.<sup>217</sup>

Inzwischen wird die allgemeine Zulässigkeit grenzüberschreitender Verschmelzungen auch aus den Sonderregelungen der §§ 122a ff. UmwG abgeleitet. Wäre der Gesetzgeber – so wird argumentiert – bis zu deren Einfügung von der Unzulässigkeit grenzüberschreitender Verschmelzungen ausgegangen, hätte er diese zum Anlass nehmen müssen, einen entsprechenden Vorbehalt in § 1 Abs. 1 UmwG aufzunehmen. Daraus, dass dies nicht geschehen sei, könne nur der Schluss gezogen werden, dass der Gesetzgeber die grundsätzliche Möglichkeit grenzüberschreitender Verschmelzungen unabhängig von den in den §§ 122a ff. UmwG getroffenen Sonderregelungen vorausgesetzt habe.<sup>218</sup> Diesen Stimmen steht allerdings eine verbreitete Gegenansicht gegenüber.<sup>219</sup> Mangels einschlägiger höchstrichterlicher Rechtsprechung muss die Frage somit als „weitgehend ungeklärt“<sup>220</sup> angesehen werden. Jedenfalls in Ermangelung eines erprobten Verfahrens und der damit fehlenden Transaktionsicherheit wird deshalb von Verschmelzungen mit Gesellschaften aus Drittstaaten generell abgeraten.<sup>221</sup>

#### IV. Zwischenergebnis

Kollisionsrechtlich ist die Zulässigkeit einer grenzüberschreitenden Verschmelzung unter Beteiligung einer deutschen Gesellschaft – jedenfalls auch – nach deutschem Sachrecht zu beurteilen.

Das deutsche Sachrecht erlaubt grenzüberschreitende Verschmelzungen ausdrücklich nur mit Kapitalgesellschaften mit Satzungssitz im EU/EWR-

---

217 *Kronke*, ZGR 1994, 26, 35 f.; ähnlich *Picot/Land*, DB 1998, 1601, 1606.

218 *Hörtnagl*, in: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG, § 1 Rn. 24 ff.

219 *Dauner-Lieb*, in: KölnKommUmwG, § 1 Rn. 25 ff.; *Simon/Rubner*, in: KölnKommUmwG, Vor § 122a Rn. 34 ff., insbes. Rn. 40; in diesem Sinne auch *Decker*, in: Henssler/Strohn, GesR, § 1 UmwG Rn. 10 (im Kontext der Niederlassungsfreiheit) und Rn. 18 (für Drittstaaten); *Böttcher*, in: Böttcher/Habighorst/Schulte, UmwG, § 1 Rn. 29; *Kallmeyer/Marsch-Barnier*, in: Kallmeyer, UmwG, § 1 Rn. 3 f.; *Kindler*, in: MünchKommBGB, IntGesR Rn. 860 ff.; *Heckschen*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 1 Rn. 18.1; wohl nur referierend *Drinhausen*, in: Semler/Stengel, UmwG, Einleitung C Rn. 21 ff.

220 *Hoffmann*, in: MünchHdbGesR, Bd. 6, § 53 Rn. 121; vgl. auch *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, § 7 Rn. 100: „erhebliche Rechtsunsicherheit“.

221 *Oppenhoff*, in: MünchHdbGesR, Bd. 8, § 18 Rn. 5; *Heckschen*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 122b Rn. 82.

Ausland. Dass grenzüberschreitende Verschmelzungen außerhalb dieser speziellen Regelungen möglich sind, kann für die Praxis nicht als gesichert gelten. Da jedenfalls die Einzelheiten eines solchen Verschmelzungsverfahrens nicht geklärt sind, dürfte eine grenzüberschreitende Verschmelzung aus Gründen der Transaktionssicherheit nicht in Betracht kommen. Praktisch kommen grenzüberschreitende Verschmelzungen daher nur im Anwendungsbereich der §§ 122a ff. UmwG, d.h. insoweit in Betracht, als alle ausländischen Fusionspartner ihren Sitz in einem EU/EWR-Staat haben.

## B. Transaktionsrisiken im Rahmen der §§ 122a ff. UmwG

Das Verfahren der §§ 122a ff. UmwG ist insofern rechtssicher, als sein Ablauf klar geregelt ist. Allerdings birgt es entweder ein Anfechtungs- oder ein Nachbewertungsrisiko.

### I. Anfechtungsrisiko

#### 1. Grundsatz: Beschränkung der Anfechtungsmöglichkeit

Eine Verschmelzung soll für die Aktionäre des übertragenden Rechtsträgers in dem Sinne ein „Nullsummenspiel“<sup>222</sup> sein, dass sie für den Verlust ihrer Anteile am übertragenden Rechtsträger Anteile im gleichen Wert am aufnehmenden Rechtsträger erhalten. Dementsprechend muss das Umtauschverhältnis der Anteile im Verschmelzungsvertrag festgelegt werden (§ 5 Abs. 1 Nr. 5 UmwG). Die Verschmelzungsbeschlüsse der Hauptversammlungen könnten daher nach den allgemeinen Vorschriften von den Aktionären sowohl der aufnehmenden wie der übertragenden Gesellschaft nach § 243 Abs. 1 AktG mit der Begründung angefochten werden, dass das festgelegte Umtauschverhältnis unangemessen sei. Um zu verhindern, dass der Streit über die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses das Wirksamwerden der Verschmelzung verzögert,<sup>223</sup> kann nach § 14 Abs. 2 UmwG eine Klage gegen die Wirksamkeit des Verschmelzungsbeschlusses eines *übertragenden* Rechtsträgers nicht darauf gestützt werden, dass das Umtauschverhältnis der Anteile zu niedrig bemessen oder dass die Mitglied-

---

222 Lutter, FS Mestmäcker, S. 943, 949.

223 Vgl. BegrRegE, BT-Drucks. 12/6699, 87; Decher, in: Lutter, UmwG, § 14 Rn. 15; Marsch-Barner, in: Kallmeyer, UmwG, § 14 Rn. 12.

schaft bei dem übernehmenden Rechtsträger kein ausreichender Gegenwert für die Anteile oder die Mitgliedschaft bei dem übertragenden Rechtsträger ist.

Im Gegenzug schreibt § 15 Abs. 1 Satz 1 UmwG vor, dass – wenn das Umtauschverhältnis der Anteile zu niedrig bemessen oder die Mitgliedschaft bei dem übernehmenden Rechtsträger kein ausreichender Gegenwert für den Anteil oder die Mitgliedschaft bei einem übertragenden Rechtsträger ist – jeder Anteilsinhaber des übertragenden Rechtsträgers, dessen Recht, gegen die Wirksamkeit des Verschmelzungsbeschlusses Klage zu erheben, nach § 14 Abs. 2 UmwG ausgeschlossen ist, von dem übernehmenden Rechtsträger einen Ausgleich durch bare Zuzahlung verlangen kann. Nach § 15 Abs. 1 Satz 2 UmwG wird die angemessene Zuzahlung auf Antrag durch das Gericht nach den Vorschriften des Spruchverfahrensgesetzes bestimmt. Der Anspruch auf die vom Gericht festgesetzte Zuzahlung steht allen Anteilsinhabern des übertragenden Rechtsträgers, nicht nur denjenigen zu, die das Spruchverfahren betrieben haben.<sup>224</sup>

## 2. Grenzüberschreitende Verschmelzung

Nach § 122h Abs. 1 UmwG gilt die Verweisung auf das Spruchverfahren bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung nur, wenn entweder auch die beteiligten ausländischen Rechtsordnungen ein vergleichbares Spruchverfahren vorsehen oder die Anteilsinhaber einer beteiligten ausländischen Gesellschaft der Durchführung eines Spruchverfahrens zustimmen.

Ein dem Spruchverfahren vergleichbares Verfahren kennt – soweit ersichtlich – nur Österreich.<sup>225</sup> Hat der ausländische Rechtsträger seinen Sitz in einem anderen EU/EWR-Staat, kommt das Spruchverfahren also nur zur Anwendung, wenn die Anteilsinhaber des ausländischen Rechtsträgers dem zustimmen. Dafür haben diese aber keinen Anreiz, weil das Spruchverfahren nur zu einer Veränderung des Umtauschverhältnisses zugunsten der Anteilsinhaber der übertragenden deutschen Gesellschaft führen kann.<sup>226</sup>

Kommt das Spruchverfahren nach § 122h Abs. 1 UmwG nicht zum Zuge, kann der Verschmelzungsbeschluss auch von den Gesellschaftern der übertragenden Gesellschaft mit einer Bewertungsrüge angefochten wer-

---

224 § 13 Satz 2 SpruchG.

225 Vgl. *Bayer*, in: Lutter, UmwG, § 122h Rn. 10 m.w.N.

226 *Benz/Hübner/Zimmermann*, ZIP 2018, 2254, 2255; *Noack*, AG 2018, 780, 781.



den. Stellt sich im Anfechtungsprozess heraus, dass das Umtauschverhältnis tatsächlich zu Lasten der Anteilsinhaber des übertragenden Rechtsträgers zu niedrig bemessen ist, kassiert das Gericht den Verschmelzungsbeschluss und die Verschmelzung wird nicht vollzogen.

Unabhängig von dem Ausgang des Streits hält die Anfechtungsklage nach § 16 Abs. 2 Satz 1 UmwG den Vollzug des Umwandlungsbeschlusses bis zu einer rechtskräftigen Entscheidung auf (Registersperre). Etwas anderes gilt nur, wenn das Gericht auf Antrag des Rechtsträgers, gegen dessen Verschmelzungsbeschluss sich die Klage richtet, durch Beschluss feststellt, dass die Erhebung der Klage der Eintragung nicht entgegensteht (§ 16 Abs. 3 Satz 1 UmwG). Die Voraussetzungen, unter denen ein solcher Beschluss nach § 16 Abs. 3 Satz 3 UmwG ergehen kann, werden allerdings nur in Ausnahmefällen erfüllt sein: Eine auf eine Bewertungsrüge gestützte Anfechtungsklage wird kaum als offensichtlich unbegründet im Sinne von § 16 Abs. 3 Satz 3 Nr. 1 UmwG bewertet werden können. Denn das würde voraussetzen, dass das Umtauschverhältnis *offensichtlich angemessen* ist. Zu einer solchen Einschätzung wird das Gericht jedenfalls aufgrund eigener Sachkunde nicht gelangen können. Auch eine Interessenabwägung nach § 16 Abs. 3 Satz 3 Nr. 3 UmwG wird nicht zugunsten des sofortigen Vollzugs der Transaktion ausgehen, weil den Anteilsinhabern des übertragenden Rechtsträgers in dieser Situation gerade nicht das Spruchverfahren zur Kontrolle des Umtauschverhältnisses offensteht.

Unter Berücksichtigung zusätzlicher Verzögerungen durch eventuelle Rechtsmittelverfahren kann die Anfechtungsklage den Vollzug des Verschmelzungsbeschlusses daher unter Umständen auf Jahre hinaus blockieren, was die Geschäftstätigkeit der Fusionspartner in unerträglicher Weise behindern würde.

## II. Nachbewertungsrisiko im Spruchverfahren

Greift die Anfechtungsbeschränkung nach § 14 Abs. 2 UmwG ausnahmsweise ein, bleibt der aufnehmende Rechtsträger dem Risiko ausgesetzt, dass im Spruchverfahren eine bare Zuzahlung festgesetzt wird, deren Höhe – wie sich aus § 15 Abs. 1 Halbsatz 2 UmwG ergibt – nicht begrenzt ist und die deshalb zu hohen Liquiditätsabflüssen führen kann.<sup>227</sup> In der Vergangenheit wurden von den Gerichten zum Teil Zuzahlungen festgesetzt,

---

<sup>227</sup> Maier-Reimer, ZHR 164 (2000), 563, 564.

die zu einer Verdoppelung<sup>228</sup> der im Verschmelzungsbeschluss vorgesehenen Verschmelzungsgegenleistung führten<sup>229</sup> und damit eine für den übernehmenden Rechtsträger existenzbedrohende Höhe erreichen konnten.<sup>230</sup> Selbst wenn die Gerichte inzwischen dazu neigen, sich auf eine Plausibilitätskontrolle der zugrundeliegenden Unternehmensbewertungen zu beschränken,<sup>231</sup> womit die Chancen der Antragsteller auf sehr hohe Nachzahlungen gesunken sind und diese zum Teil sogar leer ausgehen,<sup>232</sup> bleibt das Nachbewertungsrisiko vor allem deshalb virulent, weil die im Spruchverfahren getroffene Entscheidung zugunsten aller Anteilseigner des übertragenden Rechtsträgers wirkt. Dies hat zur Folge, dass insbesondere beim Zusammenschluss größerer Unternehmen schon verhältnismäßig kleine Veränderungen der Unternehmensbewertung hohe finanzielle Belastungen für den übernehmenden Rechtsträger nach sich ziehen und so die Geschäftsgrundlage des Zusammenschlusses in Frage stellen können.<sup>233</sup>

Diese finanziellen Belastungen werden noch dadurch vergrößert, dass die im Spruchverfahren festgesetzte Zuzahlung ab Eintragung der Verschmelzung mit 5 Prozentpunkten über dem Basiszins zu verzinsen ist

---

228 Einen Extremfall dürfte der von *Lorenz*, AG 2012, 284, 287 genannte – nicht veröffentlichte – Beschluss des LG Köln v. 15.6.2009 – 82 O 180/05 darstellen, in dem die Kompensation (Barabfindung im Squeeze-Out-Verfahren) um 267% erhöht wurde.

229 Vgl. nur *Emmerich*, in: *Emmerich/Habersack*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, Vor § 1 SpruchG Rn. 8: die Verfahren hätten „durchweg zu einer spürbaren Erhöhung der Kompensation, oft sogar zu ihrer Verdoppelung geführt“ (Hervorhebung ausgelassen).

230 So *Philipp*, AG 1998, 264, 269; zurückhaltender *Maier-Reimer*, ZHR 164 (2000), 563, 567: „außerordentlich hohe Belastung“.

231 Vgl. beispielhaft OLG Düsseldorf, Beschl. v. 18.8.2016 – I-26 W 12/15 (AktE), AG 2017, 827, 832: „Nach höchstrichterlicher Rechtsprechung gebietet es die Nachkontrolle im Spruchverfahren nicht, einen plausiblen Wert durch einen anderen, ebenfalls nur plausiblen, zu ersetzen [...] dabei folgt schon aus dem Begriff der ‚Angemessenheit‘, dass es innerhalb einer gewissen Bandbreite mehrere ‚angemessene‘ Umtauschverhältnisse geben kann und nicht nur ein einziges ‚richtiges‘ Umtauschverhältnis existiert“.

232 Vgl. z.B. OLG Düsseldorf, Beschl. v. 25.5.2016 – I-26 W 2/15 (AktE), 26 W 2/15 (AktE), AG 2017, 584; ebenso schon die Vorinstanz: LG Düsseldorf, Beschl. v. 10.2.2015 – 39 O 97/07 (AktE) (nicht veröffentlicht); *Emmerich*, in: *Emmerich/Habersack*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, Vor § 1 SpruchG Rn. 8.

233 Vgl. *Bayer*, ZHR 172 (2008), 24, 27; Handelsrechtsausschuss des DAV, NZG 2007, 497, 500; *Maier-Reimer*, ZHR 164 (2000), 563, 573 allerdings in Bezug auf den Fall DaimlerChrysler, also zu Zeiten, in denen Gerichte noch regelmäßig deutlich höhere Nachzahlungsverpflichtungen ausgeurteilt haben; *Philipp*, AG 1998, 264, 269 in Bezug auf den Fall Krupp/Thyssen.

(§ 15 Abs. 2 UmwG). Da Spruchverfahren – auch aufgrund einer bewussten Verzögerung von Seiten der Antragsteller<sup>234</sup> – sehr langwierig sein können, kann sich dadurch die finanzielle Belastung für den übernehmenden Rechtsträger nochmals beträchtlich erhöhen.<sup>235</sup>

In der ausländischen Literatur wird die Möglichkeit einer baren Zuzahlung deshalb als ins Gewicht fallendes Hindernis für Unternehmenszusammenschlüsse angesehen.<sup>236</sup>

### III. Praktische Bedeutung der harmonisierten Verschmelzungsvorschriften

Nach einer von der Europäischen Kommission in Auftrag gegebenen und im September 2013 veröffentlichten Studie<sup>237</sup> ist die Zahl der grenzüberschreitenden Verschmelzungen in der EU und im EWR zwar um 173% gestiegen. Der Anstieg der absoluten Fallzahlen von 132 im Jahr 2008 auf 361 im Jahr 2013<sup>238</sup> erscheint aber weitaus weniger eindrucksvoll. Unabhängig davon ist der Studie zu entnehmen, dass es sich bei den verschmolzenen Rechtsträgern in erster Linie um „Private Companies“, also nicht börsennotierte Kapitalgesellschaften gehandelt hat und allein 39% der Verschmelzungen auf den Bereich „Banking, Insurance and Investment“ entfielen.<sup>239</sup> Vor diesem Hintergrund erscheint es durchaus möglich, dass es sich in einem Großteil der Fälle um rein konzerninterne Vorgänge gehandelt hat. Als Beleg dafür, dass die Verschmelzungsrichtlinie und die auf ihrer Grundlage erlassenen nationalen Rechtsvorschriften als geeignetes Instrumentarium zum grenzüberschreitenden Zusammenschluss auch von

---

234 In diesem Sinne etwa *Decher*, in: Lutter, UmwG, § 15 Rn. 10; *Gebling*, in: Semler/Stengel, UmwG, § 15 Rn. 28; deutlich vorsichtiger *Marsch-Barner*, in: Kallmeyer, UmwG, § 15 Rn. 9.

235 Vgl. *Maier-Reimer*, ZHR 164 (2000), 563, 566 f.; *Philipp*, AG 1998, 264, 269, welcher darauf hinweist, dass sich die vom Gericht festgesetzte bare Zuzahlung angesichts der Verfahrensdauer durch die Verzinsung verdoppeln könne.

236 *Rock/Davies/Kanda/Kraakman/Ringe*, in: Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, S. 187 f.: „Indeed, the ability of individual shareholders to request the differential payment has proved so effective in Germany that it has acted as a considerable deterrent to mergers in that country.“

237 *Bech-Bruun/Lexidale*, Study on the Application of the Cross-Border Mergers Directive, abrufbar unter <https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/0291c60a-df7a-11e5-8fea-01aa75ed71a1>.

238 *Bech-Bruun/Lexidale*, a.a.O., unter 8.2.2, S. 968.

239 *Bech-Bruun/Lexidale*, a.a.O., unter 8.2.2, S. 978.

Publikumsgesellschaften angesehen werden, taugt das in der Studie enthaltene Zahlenmaterial jedenfalls nicht.

#### IV. Reform der grenzüberschreitenden Verschmelzung

##### 1. Änderung der Richtlinie (EU) 2017/1132

Am 25.4.2018 hat die Europäische Kommission einen Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie (EU) 2017/1132 in Bezug auf grenzüberschreitende Umwandlungen, Verschmelzungen und Spaltungen vom 25.4.2018<sup>240</sup> verabschiedet, der eine umfassende Novellierung des seit 2005 bestehenden Rechtsrahmens für grenzüberschreitende Verschmelzungen vorsieht und die wichtigsten aus ihrer Sicht bestehenden Mängel des geltenden Rechts beseitigen soll. Das Gesetzgebungsverfahren wurde am 18. November 2019 mit der Zustimmung des Europäischen Rates abgeschlossen und die Richtlinie als Änderungsrichtlinie (EU) 2019/2121 im Amtsblatt veröffentlicht.<sup>241</sup> Die Richtlinie ist nach ihrem Art. 3 Abs. 1 bis zum 31. Januar 2023 in nationales Recht umzusetzen.

Von besonderer Bedeutung ist die Neuregelung des Schutzes der Minderheitsgesellschafter. Dieser wurde in der Richtlinie bisher nur durch die Notwendigkeit einer Beschlussfassung der Gesellschafterversammlung jeder der sich verschmelzenden Gesellschaften über die Zustimmung zu dem gemeinsamen Verschmelzungsplan<sup>242</sup> und die Einräumung umfangreicher Informationsrechte gewährleistet. Den Erlass spezieller Vorschriften zur Gewährleistung des Schutzes der Minderheitsgesellschafter, die die grenzüberschreitende Verschmelzung abgelehnt haben, stellte Art. 121 Abs. 2 Satz 2 der Richtlinie 2017/1132 bisher den Mitgliedstaaten anheim, die von dieser Ermächtigung in sehr unterschiedlicher Weise Gebrauch gemacht haben.<sup>243</sup> Durch die in Art. 127 Abs. 2 der Richtlinie 2017/1132 getroffene Sonderregelung für „Spruchverfahren“ wurde der Rechtszustand noch weiter kompliziert.

---

240 COM(2018) 241.

241 ABl. L 321 vom 12.12.2019, S. 1.

242 Art. 126 Abs. 1 der Richtlinie 2017/1132.

243 Vgl. dazu *J. Schmidt*, DK 2018, 229, 236.

Die Änderungsrichtlinie sieht nunmehr einheitlich ein Austrittsrecht gegen Barabfindung,<sup>244</sup> einen Anspruch auf Verbesserung des Umtauschverhältnisses<sup>245</sup> und den Ausschluss der Anfechtung der Verschmelzungsbeschlüsse wegen Bewertungsmängeln<sup>246</sup> vor. Die im bisherigen Art. 127 Abs. 3 der Richtlinie (EU) 2017/1132 getroffene Regelung zum „Spruchverfahren“ wurde ebenso gestrichen wie die im bisherigen Art. 121 Abs. 2 der Richtlinie (EU) 2017/1132 enthaltene Bezugnahme auf die nationalen Vorschriften zum Gläubiger- und Gesellschafterschutz. Ungeachtet der weitergehenden Harmonisierung bildet auch der neue Schutzrahmen nur einen Mindeststandard,<sup>247</sup> der von den Mitgliedstaaten durch zusätzliche Garantien für die Minderheitsgesellschafter ergänzt werden kann.<sup>248</sup>

Das neue Austrittsrecht gegen angemessene Barabfindung kann Gesellschaftern aller sich verschmelzenden Gesellschaften zustehen. Voraussetzung ist, dass sie gegen die Zustimmung zu dem Verschmelzungsplan gestimmt haben und dass sie infolge der Verschmelzung Anteile an der aus der Verschmelzung hervorgehenden Gesellschaft erwerben würden, die dem Recht eines anderen Mitgliedstaats als dem des Mitgliedstaats der entsprechenden sich verschmelzenden Gesellschaft unterliegen würden.<sup>249</sup> Die für die Ausübung des Austrittsrechts geltende Frist wird von den Mitgliedstaaten festgelegt<sup>250</sup> und darf einen Monat nach Zustimmung der Gesellschafterversammlung zu dem Verschmelzungsplan nicht überschreiten.<sup>251</sup> Im Unterschied zu § 122i UmwG gilt es damit nicht nur für die Gesellschafter einer übertragenden Gesellschaft und im Fall einer „Hinausver-

---

244 Art. 126a Abs. 1-5 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.

245 Art. 126a Abs. 6 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.

246 Art. 126 Abs. 4 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.

247 Vgl. 45. Erwägungsgrund der Änderungsrichtlinie: „Die Mitgliedstaaten können deshalb Vorschriften über den zusätzlichen Schutz von Gesellschaftern beibehalten oder einführen, es sei denn, sie widersprechen denjenigen, die in dieser Richtlinie vorgesehen sind, oder der Niederlassungsfreiheit.“

248 J. Schmidt, DK 2018, 229, 237; Bormann/Stelmaszczyk, ZIP 2019, 300, 307; a.A. Bungert/Wansleben, DB 2018, 2094, 2101 (Vollharmonisierung); zweifelnd gegenüber der Zulässigkeit weitergehender nationaler Schutzvorkehrungen auch Noack, AG 2018, 780, 785, unter Hinweis darauf, dass sich bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung jede Ausweitung des materiellen Schutzes zugunsten der einen Gesellschaftergruppe zwangsläufig zu Lasten der anderen auswirken müsse und die Regelung der damit möglicherweise verbundenen Beschränkung der Niederlassungsfreiheit dem Unionsgesetzgeber vorbehalten bleiben solle.

249 Art. 126a Abs. 1 Unterabsatz 1 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.

250 Art. 126a Abs. 2 Satz 1 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.

251 Art. 126a Abs. 2 Satz 2 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.

schmelzung“, sondern für die Gesellschafter aller an dem Verschmelzungsvorgang beteiligten Gesellschaften, soweit diese von einem Statutenwechsel betroffen sind.<sup>252</sup> Die Voraussetzungen eines Statutenwechsels und einer ausdrücklichen Ablehnung des Verschmelzungsplans waren im Kommissionsvorschlag noch nicht enthalten.<sup>253</sup> Die Gewährung des Austrittsrechts an andere Gesellschafter bleibt der Entscheidung der Mitgliedstaaten überlassen.<sup>254</sup> Auf Regelungen darüber, wer als Schuldner des Barabfindungsanspruchs in Betracht kommt, wurde abweichend von dem Kommissionsvorschlag verzichtet.<sup>255</sup>

Ebenso wie im Umwandlungsgesetz<sup>256</sup> ist eine Prüfung der Barabfindung durch den Verschmelzungsprüfer vorgesehen.<sup>257</sup> Das Gleiche gilt für die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses.<sup>258</sup> Dabei müssen der Marktpreis der Anteile an den sich verschmelzenden Gesellschaften vor der Bekanntmachung der Verschmelzung und der auf der Basis allgemein anerkannter Bewertungsmethoden ermittelte *stand-alone*-Wert der Gesellschaft berücksichtigt werden.<sup>259</sup>

---

252 Zustimmend *J. Schmidt*, DK 2018, 229, 237, unter Hinweis auf früher bereits zum Umwandlungsgesetz gemachte Vorschläge; ablehnend gegenüber einem Austrittsrecht für die Gesellschafter der aufnehmenden Gesellschaft hingegen *Noack*, AG 2018, 780, 781, und *Bormann/Stelmaszczyk*, ZIP 2019, 300, 307, unter Hinweis darauf, dass der Verbleib in der Gesellschaft erst dann unzumutbar wird, wenn diese in eine ausländische Rechtsform wechselt, nach der sich die Rechte und Pflichten des Gesellschafters fortan richten.

253 Dieser wollte das Austrittsrecht allen Gesellschaftern zugestehen, die dem Verschmelzungsplan nicht zugestimmt hatten, sowie allen Gesellschaftern mit stimmrechtslosen Anteilen. Zustimmend zu den jetzt beschlossenen weitergehenden Voraussetzungen *Bormann/Stelmaszczyk*, ZIP 2019, 300, 307.

254 Art. 126a Abs. 1 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.

255 Nach Art. 126a Abs. 2 der Richtlinie (EU) 2017/1132 i.d.F. des Kommissionsvorschlags sollten Schuldner nach Wahl der Mitgliedstaaten die betroffenen sich verschmelzenden Gesellschaften, die verbleibenden Gesellschafter der betroffenen sich verschmelzenden Gesellschaften oder Dritte im Einvernehmen mit den sich verschmelzenden Gesellschaften sein. Ob dieses Wahlrecht von den Mitgliedstaaten nur alternativ oder auch kumulativ ausgeübt werden können sollte, war unklar (*Benz/Hübner/Zimmermann*, ZIP 2018, 2254, 2257; für kumulative Ausübung *J. Schmidt*, DK 2018, 229, 237). Im Übrigen wäre die mit dem Wirksamwerden der Verschmelzung erlöschende übertragende Gesellschaft gar nicht mehr als Schuldner des Ausgleichsanspruchs in Betracht gekommen (*Bormann/Stelmaszczyk*, ZIP 2019, 300, 308).

256 Vgl. § 122i Abs. 1 Satz 3, § 30 Abs. 2 UmwG.

257 Art. 125 Abs. 3 Satz 1 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.

258 Art. 125 Abs. 3 Satz 1 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.

259 Art. 125 Abs. 3 Satz 2 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.

Darüber hinaus hat künftig jeder Gesellschafter, der das Barabfindungsangebot angenommen hat, es aber nicht für angemessen erachtet, das Recht, innerhalb einer von den Mitgliedstaaten festzusetzenden Frist<sup>260</sup> bei den nach nationalem Recht beauftragten zuständigen Behörden oder Stellen eine zusätzliche Barabfindung zu beantragen.<sup>261</sup> Die Mitgliedstaaten können vorsehen, dass die endgültige Entscheidung, durch die eine zusätzliche Barabfindung zuerkannt wird, für – alle – diejenigen Gesellschafter gültig ist, die von ihrem Austrittsrecht Gebrauch gemacht haben.<sup>262</sup>

Auch der Anspruch auf Verbesserung des Umtauschverhältnisses steht – anders als nach dem Umwandlungsgesetz – den Gesellschaftern aller sich verschmelzenden Gesellschaften zu, die über kein Recht zur Veräußerung ihrer Anteile verfügten oder dieses nicht ausgeübt haben.<sup>263</sup> Der Anspruch ist grundsätzlich auf eine bare Zuzahlung gerichtet.<sup>264</sup> Der aus der Verschmelzung hervorgehende Gesellschaft ist jedoch das Recht einzuräumen, anstelle einer baren Zuzahlung Anteile oder eine andere Abfindung bereitzustellen.<sup>265</sup> Die Mitgliedstaaten können vorsehen, dass das in der Entscheidung festgelegte Umtauschverhältnis der Gesellschaftsanteile für – alle – diejenigen Gesellschafter der betreffenden sich verschmelzenden Gesellschaft gültig ist, die über kein Recht zur Veräußerung ihrer Anteile verfügten oder dieses nicht ausgeübt haben.<sup>266</sup>

Für die Rechte der Gesellschafter im Zusammenhang mit der Ausübung des Austrittsrechts oder der Verbesserung des Umtauschverhältnisses ist das nationale Recht des Mitgliedstaats maßgebend, dem eine sich verschmelzende Gesellschaft unterliegt. In diesem Mitgliedstaat liegt auch die ausschließliche Zuständigkeit zur Beilegung von Streitigkeiten im Zusammenhang mit diesen Rechten.<sup>267</sup>

Um zu gewährleisten, dass evtl. Bewertungsmängel die Verschmelzung nicht blockieren, kann die Anfechtung des Verschmelzungsbeschlusses

---

260 Art. 126a Abs. 4 Unterabsatz 1 Satz 2 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.

261 Art. 126a Abs. 4 Unterabsatz 1 Satz 1 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.

262 Art. 126a Abs. 4 Satz 2 Unterabsatz 2 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.

263 Art. 126a Abs. 6 Satz 1 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.; zustimmend zur Erstreckung des Ausgleichsanspruchs auf die Gesellschafter der übernehmenden Gesellschaft *Noack*, AG 2018, 780, 785, und *Bormann/Stelmaszczyk*, ZIP 2019, 300, 308, unter Hinweis darauf, dass auch sie durch ein unangemessenes Umtauschverhältnis der Gefahr einer Verwässerung ihrer Beteiligung ausgesetzt seien.

264 Art. 126 Abs. 6 Unterabsatz 1 Satz 1 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.

265 Art. 126a Abs. 7 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.

266 Art. 126a Abs. 7 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.

267 Art. 126a Abs. 5 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.

nicht allein auf eine unangemessene Festsetzung des Umtauschverhältnisses, eine unangemessene Festsetzung der Barabfindung oder darauf gestützt werden, dass die dazu erteilten Informationen nicht die rechtlichen Anforderungen erfüllten.<sup>268</sup> Auch die Anfechtung des Umtauschverhältnisses steht der Eintragung der grenzüberschreitenden Verschmelzung nicht entgegen.<sup>269</sup>

## 2. Bewertung der Reform

Die Änderungen der Richtlinie 2017/1132 werden die Attraktivität des Umwandlungsrechts für grenzüberschreitende Verschmelzungen deutlich erhöhen.

Das Anfechtungsrisiko wird erheblich reduziert, weil die Anfechtung des Verschmelzungsbeschlusses wegen eines unangemessenen Umtauschverhältnisses und bewertungsbezogener Informationsmängel ausgeschlossen ist und die Anteilsinhaber darauf verwiesen werden, den Anspruch auf Verbesserung des Umtauschverhältnisses in einem besonderen Verfahren geltend zu machen. Der Verschmelzungsbeschluss bleibt in diesem Fall zwar noch immer aufgrund anderer Mängel anfechtbar. Hinsichtlich solcher Mängel kann dann aber das verschmelzungsrechtliche Freigabeverfahren (§ 16 Abs. 3 UmwG) seine Funktion erfüllen. Denn das Gericht wird hinsichtlich solcher behaupteter Beschlussmängel, die nicht die Unternehmensbewertung betreffen, wesentlich leichter als bei Bewertungsmängeln zu dem Ergebnis gelangen, dass eine Klage offensichtlich unbegründet ist (§ 16 Abs. 3 Satz 3 Nr. 1 UmwG). Angesichts der Tatsache, dass jedenfalls die Vermögensrechte der Aktionäre durch das besondere Verfahren zur Kontrolle des Umtauschverhältnisses gewahrt sind, dürfte das Gericht auch eher zu der Einschätzung gelangen, dass das Wirksamwerden der Verschmelzung gegenüber dem Kassationsinteresse des Anfechtungsklägers vorrangig ist (§ 16 Abs. 3 Satz 3 Nr. 3 UmwG).

Das Nachbewertungsrisiko wird ebenfalls deutlich abgeschwächt. Die Einräumung der Möglichkeit, das Umtauschverhältnis statt durch bare Zahlung durch Gewährung zusätzlicher Anteile an dem übernehmenden Rechtsträger zu verbessern, wird dessen Liquidität schonen und entspricht

---

268 Art. 126 Abs. 4 lit. a, b und d der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.

269 Art. 126a Abs. 6 Unterabsatz 1 Satz 2 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F.



einer in der Literatur zum Umwandlungsgesetz – auch aus rechtssystematischen Gründen<sup>270</sup> – seit langem erhobenen Forderung.<sup>271</sup>

Vorbehalte gegen das reformierte Verschmelzungsverfahren könnten sich aus den Einzelheiten des Verfahrens zur Kontrolle des Umtauschverhältnisses ergeben. Zuständig für dieses Verfahren sind nach Art. 126a Abs. 6 der Richtlinie (EU) 2017/1132 n.F. die Behörden oder Stellen desjenigen Mitgliedstaats, dessen Recht die sich verschmelzende Gesellschaft unterliegt. Das Umtauschverhältnis kann jedoch für beide Fusionspartner nur einheitlich festgelegt werden. Aus diesem Grund wird man wie schon unter geltendem Recht davon ausgehen müssen, dass dasjenige Gericht das Überprüfungsverfahren durchführt, das zuerst angerufen wird.<sup>272</sup> Die Aussicht, dass das Umtauschverhältnis möglicherweise von einem Gericht des Staates des jeweils anderen Fusionspartners überprüft wird, dürfte bei den Aktionären Vorbehalte gegen die Anwendung des Verschmelzungsverfahrens hervorrufen.

### C. Zusammenschluss durch Gründung einer Europäischen Gesellschaft (SE)

Bei inhereuropäischen Sachverhalten kann der Zusammenschluss der Fusionspartner auch durch die Gründung einer Holding-SE gemäß Art. 32 SE-VO bewerkstelligt werden.<sup>273</sup> Die Struktur einer solchen Transaktion äh-

---

270 Die durch ein fehlerhaftes Umtauschverhältnis eingetretene Verwässerung der Anteilsrechte kann durch eine Barzahlung nicht ausgeglichen werden. Zudem wird durch die damit bei der Gesellschaft eintretende Vermögensminderung der Wert der an ihr bestehenden Anteile gemindert und der gewährte Ausgleich teilweise wieder aufgezehrt. Dies gilt sowohl aus Sicht der Gesellschafter der übertragenden als auch aus Sicht der Gesellschafter der übernehmenden Gesellschaft (vgl. *Block*, Das angemessene Umtauschverhältnis im Verschmelzungsrecht, S. 148 f. und 241 f.; ebenso jetzt *Noack*, AG 2018, 780, 786, und *Bormann/Stelmaszczyk*, ZIP 2019, 300, 309 f.).

271 Vgl. *Bayer*, ZHR 172 (2008), 24; *Maier-Reimer*, ZHR 164 (2000), 563; *Decher*, in: Lutter, UmwG, § 15 Rn. 9; *Martens*, AG 2000, 301, 308; *Handelsrechtsausschuss des DAV*, NZG 2000, 802, 803; *ders.*, NZG 2006, 737 f.; *ders.*, NZG 2007, 497, 500 ff. und abermals *ders.*, NZG 2013, 694, 697; *Philipp*, AG 1998, 264, 271; *J. Vetter*, ZHR 168 (2004), 8, 42 f.

272 Darüber herrscht im Ergebnis Einigkeit, allerdings nicht in der normativen Begründung: *Kiem*, in: Habersack/Drinhausen, SE-Recht, § 122h UmwG Rn. 9: entsprechende Anwendung von Art. 29 Brüssel Ia-VO; *Marsch-Barner*, in: Kallmeyer, UmwG, § 122h Rn. 6: Art. 29 Abs. 2 oder Art. 30 EuGVVO.

273 Vgl. hierzu *Reichert*, in: MünchHdbGesR, Bd. 6, § 61 Rn. 4 ff. (Abschnitt: SE-basierte Modelle) m.w.N.

nelt konzeptionell der Fusion durch NewCo-Übernahme. Den Aktionären der Fusionspartner wird die Möglichkeit eröffnet, ihre Anteile an dem Fusionspartner gegen Anteile einer neugegründeten Holding-SE zu tauschen. Die Fusionspartner bestehen als Tochtergesellschaften der Holding-SE fort.

## I. Verfahrensablauf

Die Leitungs- und Verwaltungsorgane der Fusionspartner erstellen einen gleichlautenden Gründungsplan für die SE. Dieser Plan bestimmt, nach welchem Verhältnis die Anteile der Fusionspartner in Anteile der Holding getauscht werden, und legt fest, welcher Mindestprozentsatz der Aktien oder sonstigen Anteile von den Aktionären eingebracht werden muss, damit die SE gegründet werden kann. Dieser Prozentsatz muss mehr als 50% der durch Aktien verliehenen ständigen Stimmrechte betragen.<sup>274</sup>

Der Gründungsplan wird von Sachverständigen geprüft und den Hauptversammlungen der Fusionspartner zur Zustimmung vorgelegt.<sup>275</sup> Die Hauptversammlung des deutschen Fusionspartners muss dem Gründungsplan mit einer Mehrheit von drei Vierteln des vertretenen Grundkapitals zustimmen.<sup>276</sup> Ob das umwandlungsrechtliche Freigabeverfahren (§ 16 Abs. 3 UmwG) für Beschlussmängelklagen gegen einen zustimmenden Hauptversammlungsbeschluss gilt, ist nicht abschließend geklärt.<sup>277</sup> Im Anschluss an einen zustimmenden Hauptversammlungsbeschluss haben die Aktionäre der Fusionspartner drei Monate lang die Möglichkeit, ihrer jeweiligen Gesellschaft mitzuteilen, ob sie ihre Anteile in die Gesellschaft einbringen werden.<sup>278</sup> Die Holding-SE ist nur dann gegründet, wenn die im Gründungsplan vorgesehenen Mindestannahmeschwellen während dieser Frist erreicht werden.<sup>279</sup> Ist dies der Fall, haben die Gesellschafter, die ihre Anteile zunächst nicht eingebracht haben, eine einmonatige Frist, um dies nachzuholen.<sup>280</sup>

Hat die Holding-SE ihren Sitz im Ausland, muss sie jedem Anteilinhaber des deutschen Fusionspartners, der gegen den Zustimmungsbeschluss

---

274 Art. 32 Abs. 2 Satz 4 SE-VO (VO 2157/2001 [EG]).

275 Art. 32 Abs. 6 SE-VO.

276 § 10 Abs. 1 SEAG; Art. 32 Abs. 6 SE-VO.

277 Vgl. zum Streitstand nur *Scholz*, in: Habersack/Drinhausen, SE-Recht, Art. 32 SE-VO Rn. 101 m.w.N.

278 Art 33 Abs. 1 Satz 1 SE-VO.

279 Art. 33 Abs. 2 SE-VO.

280 Art. 33 Abs. 3 Unterabs. 2 SE-VO.

Widerspruch zur Niederschrift erklärt hat, ein Barabfindungsangebot unterbreiten, dessen Höhe im Spruchverfahren überprüft werden kann.<sup>281</sup> Diejenigen Anteilsinhaber, die ihre Anteile in die Holding-SE eingebracht haben, haben die Möglichkeit, die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses in einem Spruchverfahren kontrollieren zu lassen.<sup>282</sup> Stellt sich dabei heraus, dass das Umtauschverhältnis nicht angemessen war, können sie bare Zuzahlung verlangen.<sup>283</sup> Dies gilt jedoch nur, wenn auch die Rechtsordnung des ausländischen Fusionspartners ein Spruchverfahren vorsieht oder die Aktionäre des ausländischen Fusionspartners der Anwendung des Spruchverfahrens im Gründungsplan ausdrücklich zustimmen. Liegen diese Voraussetzungen nicht vor und kommt das Spruchverfahren nicht zur Anwendung, kann eine Anfechtungsklage gegen die Zustimmung zum Gründungsplan auch auf die Behauptung gestützt werden, dass das Umtauschverhältnis unangemessen sei.<sup>284</sup>

Schon vor der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Gründungsplan ist ein Verfahren einzuleiten,<sup>285</sup> in welchem die Leitungen der beiden Fusionspartner mit den Arbeitnehmern die Details der künftigen Arbeitnehmermitbestimmung aushandeln.<sup>286</sup>

## II. Transaktionsrisiken

Der vorstehend skizzierte Verfahrensablauf bringt einige Transaktionsrisiken mit sich. Es ergibt sich ein doppeltes Nachbewertungsrisiko: einerseits hinsichtlich des möglicherweise zu unterbreitenden Barabfindungsangebots, andererseits hinsichtlich des Umtauschverhältnisses. In beiden Fällen muss die Holding-SE ggf. eine Barzahlung leisten.<sup>287</sup> Weder das Abfindungsangebot noch die bare Zuzahlung bei einer Nachbesserung des Umtauschverhältnisses kann durch die Gewährung eigener Aktien ersetzt werden. Hieraus können sich hohe Liquiditätsabflüsse ergeben. Kommt das

---

281 § 7 Abs. 7, § 9 Abs. 1 Satz 1 SEAG.

282 § 11 Abs. 2, § 6 Abs. 4 SEAG.

283 § 11 Abs. 1 SEAG.

284 § 6 Abs. 1, § 11 Abs. 2 SEAG.

285 Das Verfahren wird nach § 4 Abs. 2 Satz 3 SEBG unverzüglich nach Offenlegung des Gründungsplans eingeleitet, was nach Art. 32 Abs. 3 SE-VO mindestens einen Monat vor der Hauptversammlung, die über den Gründungsplan beschließen soll, zu geschehen hat.

286 § 13 Abs. 1 Satz 1 SEBG.

287 Reichert, in: MünchHdbGesR, Bd. 6, § 62 Rn. 4 f.

Spruchverfahren für die Kontrolle des Umtauschverhältnisses nicht zur Anwendung, ergibt sich zudem das Risiko, dass der Zustimmungsbeschluss mit einer Bewertungsrüge angefochten wird, was den Zusammenschluss für unbestimmte Zeit in der Schwebe halten würde.<sup>288</sup> Weitere Verzögerungen können sich aus den Verhandlungen mit den Arbeitnehmern ergeben, die sehr viel Zeit in Anspruch nehmen können.<sup>289</sup>

#### D. Vorzüge der Fusion durch NewCo-Übernahme

Die Vorzüge, die die Fusion durch NewCo-Übernahme gegenüber allen alternativen Gestaltungsmodellen aufweist, ergeben sich daraus, dass sie – nach dem ihr zugrunde liegenden, im Rahmen dieser Untersuchung allerdings noch zu überprüfenden – Konzept auf der ersten Stufe keine Befassung der Hauptversammlung des deutschen Fusionspartners erfordert. Damit entfällt das ansonsten bestehende Anfechtungsrisiko. Das Nachbewertungsrisiko beschränkt sich auf diejenigen Aktionäre, die das Umtauschangebot nicht angenommen haben und im Zuge der weiteren Konzernintegration gegen Abfindung aus der Gesellschaft ausscheiden. Da weder Einberufungsfristen für die Hauptversammlung<sup>290</sup> eingehalten zu werden brauchen noch förmliche und unter Umständen zeitraubende Verhandlungen über die künftige Arbeitnehmerbeteiligung geführt werden müssen, kann der Zusammenschluss auch zeitlich flexibler und schneller verwirklicht werden.

Für den Zusammenschluss von Gesellschaften aus EU/EWR-Staaten wird die grenzüberschreitende Verschmelzung nach der Änderung der Verschmelzungsrichtlinie zwar an Attraktivität gewinnen, weil sowohl das Anfechtungs- als auch das Nachbewertungsrisiko deutlich reduziert werden.<sup>291</sup> Dennoch ist fraglich, ob sie die Fusion durch NewCo-Übernahme als *best practice* verdrängen wird. Die größere Flexibilität sowie die Beschränkung des Nachbewertungsrisikos auf die nicht tauschenden Aktionäre sprechen dafür, dass die Fusion durch NewCo-Übernahme auch bei innereuropäischen Sachverhalten die bevorzugte Gestaltungsform bleiben wird. Bei Transaktionen mit außereuropäischem Bezug gilt dies ohnehin.

---

288 Reichert, in: MünchHdbGesR, Bd. 6, § 62 Rn. 48.

289 Reichert, in: MünchHdbGesR, Bd. 6, § 62 Rn. 25 ff.

290 Nach § 123 Abs. 1 Satz 1 AktG beträgt die Einberufungsfrist 30 Tage.

291 Siehe oben S. 80.

## Kapitel 4 – Geschriebene Hauptversammlungskompetenzen

Wie soeben gezeigt wurde, beruht die besondere Attraktivität der Fusion durch NewCo-Übernahme nicht zuletzt darauf, dass sie nach dem ihr zugrunde liegenden Konzept auf der ersten Stufe keine Beteiligung der Hauptversammlung des deutschen Fusionspartners erfordert. Ob diese Annahme zutrifft, soll im Folgenden untersucht werden. Ausgangspunkt dieser Prüfung muss die Frage sein, ob sich nicht bereits aus den gesetzlichen Zuständigkeitsregelungen die Notwendigkeit einer Befassung der Hauptversammlung ergibt. Nur wenn dies nicht der Fall, kann sich die Frage nach einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz stellen.

### A. Notwendigkeit einer umgekehrten Konzernklausel

#### I. Strohn's Ansicht

Auf der Grundlage des Zusammenschlussvorhabens der Linde AG mit der Praxair Inc. hat Strohn<sup>292</sup> die Frage, ob bei einem *merger of equals* die Hauptversammlung der deutschen Aktiengesellschaft an dem Abschluss des BCA oder an vorangehenden oder nachfolgenden Maßnahmen zu beteiligen sei, in erster Linie unter dem Gesichtspunkt geprüft, ob sich die Maßnahmen im Rahmen der Satzung der Gesellschaft hielten. Liege eine Satzungsverletzung vor, erübrigten sich alle Überlegungen zu einer „ungeschriebenen“ Hauptversammlungskompetenz, weil sich die Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses dann bereits aus § 119 Abs. 1 Nr. 5, § 179 Abs. 1 Satz 1 AktG ergebe.<sup>293</sup>

Ein Zusammenschluss wie im Fall *Linde/Praxair* lasse zwar den in der Satzung niedergelegten und nur durch einstimmigen Beschluss aller Verbandsmitglieder änderbaren Gesellschaftszweck – im Fall einer Aktiengesellschaft typischerweise die erwerbswirtschaftliche Betätigung – unberührt, könne aber den in der Satzung festgelegten Unternehmensgegen-

---

292 Strohn, ZHR 182 (2018), 114.

293 Strohn, ZHR 182 (2018), 114, 128.

stand verlassen.<sup>294</sup> Ob dies der Fall sei, hänge davon ab, wie die Satzungsautonomie der Aktionäre von der Geschäftsleitungsautonomie des Vorstands abzugrenzen sei. Nach § 82 Abs. 2 AktG sei der Vorstand im Verhältnis zur Gesellschaft verpflichtet, die Beschränkungen einzuhalten, die im Rahmen der Vorschriften über die Aktiengesellschaft u.a. in der Satzung enthalten seien. Anderenfalls bleibe sein Handeln im Außenverhältnis zwar wirksam, er könne sich aber schadensersatzpflichtig machen und werde möglicherweise nicht entlastet. Aus der Satzungsautonomie der Aktionäre folge, dass die Satzung auch Angaben zur Möglichkeit einer Aus- oder Eingliederung<sup>295</sup> des Unternehmens in einen Konzern – eine sog. Konzern- oder Konzernöffnungsklausel – enthalten müsse. Der Satzungsgeber könne und müsse nicht nur das Tätigkeitsfeld der Gesellschaft festlegen, sondern auch bestimmen, in welcher gesellschaftsrechtlichen Zuordnung das Ziel erreicht werden solle. Solle die Gesellschaft als Holding-Gesellschaft tätig werden, müsse dies – eindeutig – in die Satzung aufgenommen werden, weil es für die Einschätzung ihrer Gewinnaussichten ebenso bedeutsam sein könne wie die Art der Produkte, die sie vertreiben wolle.<sup>296</sup>

Die von *Strohn* für die Notwendigkeit einer Konzern- oder Konzernöffnungsklausel zitierten Fundstellen<sup>297</sup> betreffen allerdings ausschließlich die Frage, unter welchen Voraussetzungen die Gruppenbildung als herrschendes Unternehmen – also die Ausgliederung von Unternehmensteilen – den Unternehmensgegenstand berührt. Wohl im Hinblick auf die von ihm vorgenommene Gleichsetzung zwischen Aus- und Eingliederung räumt er ein, dass seine Auffassung in einem gewissen Spannungsverhältnis zu der Annahme stehe, dass es keinen gesellschaftsrechtlichen Konzerneingangsschutz gebe, die außenstehenden Aktionäre die Begründung eines Abhängigkeitsverhältnisses oder einer einfachen Konzernierung grundsätzlich hinzunehmen und ein Mitspracherecht nur bei der Begründung eines Vertragskonzerns oder einer Eingliederung hätten.<sup>298</sup> Wenn konzernrelevante Strukturmaßnahmen Teil des Unternehmensgegenstands sein könnten und vom Vorstand beim Fehlen einer entsprechenden Satzungsklausel nicht vorgenommen werden dürften, könne sich ein Wer-

---

294 Auch *Zetzsche*, in: KölnKommAktG, § 179a Rn. 39, hält einen Konflikt des BCA mit dem statutarischen Unternehmensgegenstand für möglich, ohne dies jedoch zu begründen.

295 Hervorhebung durch den Verfasser.

296 *Strohn*, ZHR 182 (2018), 114, 130 ff.

297 *Strohn*, ZHR 182 (2018), 114, 131, dortige Fn. 68.

298 *Strohn*, ZHR 182 (2018), 114, 132.

tungswiderspruch dazu ergeben, dass einzelne Aktionäre oder außenstehende Personen grundsätzlich nicht daran gehindert seien, durch den Erwerb von Aktien eine Mehrheitsbeteiligung aufzubauen und die Gesellschaft damit in ihre Abhängigkeit zu bringen, ohne darüber in der Hauptversammlung abstimmen zu lassen. Indessen verlaufe der Weg zur Mehrheitsbeteiligung im Regelfall über das Pflichtangebot nach § 35 Abs. 1 und 2 WpÜG oder ein freiwilliges Übernahmeangebot nach § 35 Abs. 3 WpÜG. Für diese Fälle werde durch § 16 Abs. 3 und 4 WpÜG aber die *Möglichkeit*<sup>299</sup> eröffnet, eine Hauptversammlung der Zielgesellschaft einzuberufen. Werde davon Gebrauch gemacht, könnten die von dem Übernahmeangebot betroffenen Aktionäre bereits im Vorfeld der Hauptversammlung Informationen über die Vor- und Nachteile der Übernahme und die Frage einholen, ob der angebotene Preis angemessen sei, und in der Hauptversammlung selbst darüber diskutieren, sich eine Meinung bilden und sodann darüber abstimmen. Diese Form der Entscheidung biete eine höhere Richtigkeitsgewähr als die bloße Abstimmung „mit den Füßen“, wie sie bei einer Übernahme gemeinhin stattfinde. Vor diesem Hintergrund spreche aber nichts dagegen, bei einer Kombination verschiedener Schritte einschließlich eines Übernahmeangebots – wie im Fall *Linde/Praxair* – eine *Pflicht*<sup>300</sup> zur Beteiligung der Hauptversammlung anzunehmen. Dafür spreche auch der Vergleich dieser Fallgestaltung mit dem Umwandlungsrecht. Denn nach § 13 UmwG müssten – vom Ausnahmefall des § 62 Abs. 4 Satz 1 AktG abgesehen – die Hauptversammlungen der Vertragspartner der Verschmelzung zustimmen.<sup>301</sup>

Aus diesen Erwägungen zieht *Strohn* den Schluss, dass die Notwendigkeit einer Befassung der Hauptversammlung davon abhängt, ob die in dem BCA vorgesehene Gründung einer Holdinggesellschaft mit dem Zweck, sie als herrschendes Unternehmen im Verhältnis zur *Linde AG* auszugestalten, mit dem in deren Satzung definierten Unternehmensgegenstand übereinstimme. Dies wird von ihm in eingehender Auseinandersetzung mit den in Betracht kommenden Satzungsklauseln verneint.<sup>302</sup>

Eine Regelung wie unter 2.2 der Satzung der *Linde AG*, wonach die Gesellschaft u.a. berechtigt sei, Unternehmen, an denen sie beteiligt sei, strukturell zu verändern, unter einheitlicher Leitung zusammenzufassen oder sich auf deren Leitung oder Verwaltung zu beschränken und über

---

299 Hervorhebung durch den Verfasser.

300 Hervorhebung durch den Verfasser.

301 *Strohn*, ZHR 182 (2018), 114, 133.

302 *Strohn*, ZHR 182 (2018), 114, 135 ff.

ihren Beteiligungsbesitz zu verfügen, decke das Zusammenschlussvorhaben mit der Praxair Inc. nicht ab. Diese Klauseln bezögen sich ausschließlich auf Maßnahmen von „oben nach unten“, bei denen die Linde AG am Ende das herrschende Unternehmen sei. Die Befugnis zur Schaffung eines Beherrschungszustands von „unten nach oben“ könne ihnen nicht entnommen werden. Dieselbe Beurteilung ergebe sich auch für die am Schluss der Satzungsklausel geregelte Befugnis, den Betrieb ganz oder teilweise in Beteiligungsunternehmen „auszugliedern“. Nach § 123 Abs. 3 UmwG bestehe eine Ausgliederung darin, dass der übertragende Rechtsträger Teile seines Vermögens auf einen bestehenden oder neugegründeten Rechtsträger übertrage und dafür Anteile an diesem Rechtsträger erhalte. Auch in diesem Fall werde der übertragende Rechtsträger herrschendes und der übernehmende Rechtsträger abhängiges Unternehmen.

Da die Möglichkeit einer Fusion, wie sie Linde und Praxair in ihrem BCA abgesprochen hätten, in der Satzung der Linde AG nicht vorgesehen sei und es sich dabei um einen materiellen Satzungsbestandteil, nämlich um die Regelung handle, ob und ggf. in welchem Umfang der Vorstand berechtigt sei, die unter 2.1 der Satzung beschriebenen Unternehmensgegenstände durch die Begründung von Abhängigkeitsbeziehungen zu Lasten der Linde AG zu verwirklichen, werde die Satzung an dieser Stelle durch das BCA durchbrochen. Es bedürfe deshalb einer Änderung der Konzernklausel, die nach § 179 AktG in die Zuständigkeit der Hauptversammlung falle.<sup>303</sup>

Diese müsse zum Ausdruck bringen, dass die Gesellschaft berechtigt sei, im Rahmen eines Zusammenschlussvorhabens den beherrschenden Einfluss auf die eigene Geschäftstätigkeit ganz oder teilweise aufzugeben, wenn sichergestellt sei, dass die Aktionäre der Gesellschaft und einer anderen Gesellschaft oder mehrerer anderer Gesellschaften durch einen Aktientausch unter Gleichen zu Aktionären einer gemeinsam von den beteiligten Gesellschaften gegründeten Gesellschaft werden könnten. Mit einer derartigen Satzungsklausel werde den Aktionären klargemacht, mit welchen Transaktionen des Vorstands sie rechnen müssten.<sup>304</sup>

Ohne eine solche Satzungsänderung sei der Abschluss des BCA durch den Vorstand rechtswidrig, wenn auch nach § 82 Abs. 1 AktG im Außenverhältnis wirksam.<sup>305</sup>

---

303 *Strohn*, ZHR 182 (2018), 114, 138.

304 *Strohn*, ZHR 182 (2018), 114, 154.

305 *Strohn*, ZHR 182 (2018), 114, 138.



## II. Auffassung des Landgerichts München I

Das Landgericht München I hat *Strohns* Überlegungen in seinem auf die Klage der *Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz* gegen die *Linde AG* ergangenen Urteil<sup>306</sup> eine Absage erteilt. Die Forderung nach einer satzungsmäßigen Konzernöffnungsklausel stehe in klarem Widerspruch dazu, dass eine Konzernbildungskontrolle bei der Aktiengesellschaft nicht stattfinde. Wenn Satzungen Konzernklauseln enthielten, beträfen diese stets nur die Möglichkeit, den in der Satzung definierten Unternehmenszweck nicht nur als operativ tätige, sondern auch als Holdinggesellschaft zu verfolgen. Gegen die Entstehung eines Abhängigkeitsverhältnisses könnten in der Satzung nur in eng begrenztem Umfang – namentlich durch die Vinkulierung von Namensaktien – Vorkehrungen getroffen werden.<sup>307</sup> Satzungsregelungen, die z.B. gegen die Vorgaben des WpÜG verstießen, müsse der in § 23 Abs. 5 AktG verankerte Grundsatz der Satzungsstrenge entgegengehalten werden; sie verstießen gegen das Verbot der Konzernbildungskontrolle und seien daher unzulässig. Angesichts dessen könne eine Kompetenz der Hauptversammlung aus dem Gedanken des § 179 Abs. 1 Satz 1 AktG nicht hergeleitet werden.<sup>308</sup>

## III. Stellungnahme

*Strohns* Beurteilung, dass die Satzung der *Linde AG* keine Regelungen enthält, die es ihr ausdrücklich erlauben, eine andere Kapitalgesellschaft zu dem Zweck zu errichten, ihr gegenüber in einem Konzernverbund die Rolle des herrschenden Unternehmens zu übernehmen, trifft zweifellos zu und dürfte in gleicher Weise auch für die Satzungen aller anderen deutschen Aktiengesellschaften gelten.

Die Notwendigkeit einer entsprechenden Satzungsklausel als Voraussetzung für den Abschluss eines darauf gerichteten BCA lässt sich auch nicht kurzerhand mit dem Argument verneinen, dass das Aktienrecht keine Konzerneingangskontrolle vorsehe. Entgegen der Ansicht des LG Mün-

---

306 Urteil v. 20.12.2018 – 5 HK O 15326/17, ZIP 2019, 266.

307 Unter Hinweis auf *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 8. Aufl. 2016, Vor § 311 AktG Rn. 3 und *Altmeppen*, in: MünchKommAktG, Vor § 311 Rn. 623 und 712 ff. (*sic!*, die im Urteil genannten Randnummern existieren nicht, gemeint sind offenbar Rn. 62 und 71), sowie *Krieger*, in: MünchHdbGesR, Bd. 4, § 70 Rn. 57.

308 LG München I, Ur. v. 20.12.2018 – 5 HK O 15326/17, ZIP 2019, 266, 274.

chen I kann allein daraus, dass Satzungsklauseln die Entstehung faktischer Abhängigkeitsverhältnisse grundsätzlich nicht verhindern dürfen, nicht der Schluss gezogen werden, dass sich Maßnahmen des Vorstands, die aktiv auf die Herbeiführung eines solchen Abhängigkeitsverhältnisses gerichtet sind, im Rahmen des Unternehmensgegenstands und damit seiner Geschäftsführungsbefugnis bewegen. Beide Fragen liegen auf unterschiedlichen Ebenen.<sup>309</sup>

Auf der anderen Seite beruht *Strohns* Auffassung, dass der Abschluss eines die Gesellschaft in die Abhängigkeit führenden BCA deren Unternehmensgegenstand berühre, ihrerseits auf einer Annahme, die er nicht begründet, sondern schlicht voraussetzt: dass nämlich die *Eingliederung* der Gesellschaft in einen Konzern nicht anders beurteilt werden könne als die *Ausgliederung* von Unternehmensteilen zur Bildung eines Konzerns. Für diese Gleichsetzung kann er sich indes nicht auf die in Rechtsprechung und Literatur anerkannte Notwendigkeit einer Konzern- oder Konzernöffnungsklausel stützen. Diese bezieht sich – wie das LG München I zu Recht ausführt – nur auf die Frage, ob und inwieweit die Gesellschaft ihr Unternehmen durch von ihr abhängige Gesellschaften führen lassen oder einzelne Bereiche in solche ausgliedern darf.<sup>310</sup>

Auch ein *argumentum a fortiori* in dem Sinne, dass das, was für die Begründung von Konzernbeziehungen als herrschendes Unternehmen gilt, erst recht für die Begründung von Konzernbeziehungen als abhängiges Unternehmen gelten muss, ist nicht statthaft. Denn ein solcher Erstrechtsschluss setzt ein Rangverhältnis zwischen den verschiedenen Anknüpfungsmomenten voraus, das im Verhältnis zwischen Aus- und Eingliederung nicht besteht.

Schließlich ist auch nicht zu erkennen, in welchem Zusammenhang die von *Strohn* aus der in § 16 Abs. 3 und 4 WpÜG vorgesehenen *Möglichkeit* abgeleitete *Pflicht* zur Befassung der Hauptversammlung sowie die sich aus § 13 UmwG ergebende Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses für eine Verschmelzung der Vertragspartner mit der Frage des Unternehmensgegenstands stehen sollen.

Um die Frage zu beantworten, ob der Abschluss eines BCA mit dem Ziel, die Gesellschaft in die Konzernabhängigkeit zu führen, den Unternehmensgegenstand berührt, ist es vielmehr erforderlich, Inhalt und Funk-

---

309 Ähnlich nunmehr auch *Koch*, ZGR 2019, 588, 603.

310 Vgl. dazu die von *Strohn*, ZHR 182 (2018), 114, 131 dortige Fn. 68 zitierten Entscheidungen und Literaturstellen.

tion dieses Begriffs zu bestimmen und ihn ins Verhältnis zu den dem Vorstand obliegenden Aufgaben und Befugnissen zu setzen.

## 1. Unternehmensgegenstand und Leitungsauftrag des Vorstands

### a) Begriff des Unternehmensgegenstands

Nach § 23 Abs. 3 Nr. 2 AktG muss die Satzung den Gegenstand des Unternehmens bezeichnen. Der Unternehmensgegenstand ist von dem im Aktiengesetz<sup>311</sup> nicht ausdrücklich erwähnten Gesellschaftszweck zu unterscheiden und steht zu diesem nach herrschender Meinung in einer Mittel-Zweck-Relation.<sup>312</sup> Während der Gesellschaftszweck das „Wozu“ des Zusammenschlusses<sup>313</sup> – bei Aktiengesellschaften in aller Regel die Erzielung von Gewinnen für die Aktionäre<sup>314</sup> – bezeichnet, beschreibt der Unternehmensgegenstand das „Womit“, d.h. die Tätigkeit, mit der dieser Zweck verwirklicht werden soll.<sup>315</sup>

Der Unternehmensgegenstand umreißt damit den Aufgabenbereich der Gesellschaft, d.h. die Art der Tätigkeit, welche die Gesellschaft zu betreiben beabsichtigt oder bereits entfaltet.<sup>316</sup> Für die in § 23 Abs. 3 Nr. 2 AktG beispielhaft genannten Industrie- und Handelsunternehmen fordert das Gesetz die Angabe der Art der Erzeugnisse und Waren, die hergestellt oder

---

311 Anders als im GmbHG: vgl. dort § 61 Abs. 1.

312 *Cramer*, in: Scholz, GmbHG, § 1 Rn. 4.

313 *Lutter*, AcP 180 (1980), 84, 90; *Zöllner*, Die Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, S. 27; *Tieves*, Der Unternehmensgegenstand der Kapitalgesellschaft, S. 17 f., 26 ff.; *Pentz*, in: MünchKommAktG, § 23 Rn. 76; *Bayer*, in: *Lutter/Hommelhoff*, GmbHG, § 1 Rn. 3.

314 *Koch*, in: *Hüffer/Koch*, AktG, § 23 Rn. 22.

315 *Bayer*, in: *Lutter/Hommelhoff*, GmbHG, § 1 Rn. 3; *Pentz*, in: MünchKommAktG, § 23 Rn. 71, 76.

316 BGH, Beschl. v. 3.11.1980 – II ZB 1/79, Rn. 16 – juris (insoweit nicht in BGHZ 78, 311 abgedruckt); BGH, Beschl. v. 9.11.1987 – II ZB 49/87, BGHZ 102, 209, 213; BayObLG, Beschl. v. 15.12.1975 – 2 Z 53/75, NJW 1976, 1694; BayObLG, Beschl. v. 16.9.1993 3Z BR 121/93, BayObLGZ 1993, 319, 320; OLG Frankfurt, Beschl. v. 12.11.1986 – 20 W 391/86, NJW-RR 1987, 287; *Röbriecht/Schall*, in: *GroßkommAktG*, § 23 Rn. 111; *Pentz*, in: MünchKommAktG, § 23 Rn. 69; *Koch*, in: *Hüffer/Koch*, AktG, § 23 Rn. 24.

gehandelt werden sollen. Für Unternehmen anderer Branchen gelten diese Grundsätze entsprechend.<sup>317</sup>

b) Funktionen des Unternehmensgegenstands

Der Unternehmensgegenstand diente bei den Vorläufern der heutigen Aktiengesellschaft primär der Begrenzung der Tätigkeitsfelder der Gesellschaft aus öffentlich-rechtlicher Perspektive. Der Staat kontrollierte zunächst durch die spezialgesetzliche Festlegung des Unternehmensgegenstands jeder einzelnen Gesellschaft, später durch die Bestimmung tauglicher Gesellschaftsgegenstände die Betätigungsfelder der Aktiengesellschaften. Hinter diesen Beschränkungen stand ein Strauß wirtschaftspolitischer Erwägungen, die von geostrategischen Zielen wie der Kontrolle des Überseehandels über die Skepsis gegenüber der mit einer Kumulation von Kapital verbundenen Veränderung gesellschaftlicher Machtstrukturen bis hin zum Anlegerschutz reichten.<sup>318</sup>

Mit der Aufgabe des Konzessionssystem und der allgemeinen Liberalisierung des Wirtschaftslebens in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts veränderte sich die Funktion des Unternehmensgegenstands immer mehr von einem politischen bzw. öffentlich-rechtlichen hin zu einem privatrechtlichen Zweck.<sup>319</sup> Heutzutage finden sich von der ursprünglichen Funktion allenfalls noch Spuren, namentlich in Gestalt von an den Unternehmensgegenstand anknüpfenden branchenspezifischen Regulierungsmaßnahmen.<sup>320</sup>

Die gegenwärtige privatrechtliche Funktion des Unternehmensgegenstands betrifft zum einen die Außenbeziehungen der Gesellschaft, d.h. den Rechtsverkehr mit Dritten, zum anderen das Innenverhältnis der Gesellschaft und zwar sowohl das Verhältnis der Aktionäre untereinander als auch das zwischen Aktionären und Verwaltung.<sup>321</sup>

Der Unternehmensgegenstand der Gesellschaft wird gemäß § 39 Abs. 1 Satz 1 AktG im Handelsregister eingetragen. Der Rechtsverkehr hat so die Möglichkeit, sich über das Tätigkeitsfeld der Gesellschaft zu informieren.

---

317 *Pentz*, in: MünchKommAktG, § 23 Rn. 80.

318 Vgl. *Tieves*, Der Unternehmensgegenstand der Kapitalgesellschaft, S. 65.

319 *Tieves*, Der Unternehmensgegenstand der Kapitalgesellschaft, S. 66 f.

320 *Tieves*, Der Unternehmensgegenstand der Kapitalgesellschaft, S. 68.

321 *Pentz*, in: MünchKommAktG, § 23 Rn. 78; *Tieves*, Der Unternehmensgegenstand der Kapitalgesellschaft, S. 80 ff.

Diese Information kann in der Zusammenschau mit der ebenfalls veröffentlichten Höhe des Grundkapitals zumindest ein gewisser<sup>322</sup> Indikator für die Kreditwürdigkeit der Gesellschaft sein.<sup>323</sup> Wenn sich die Gesellschaft außerhalb ihres Unternehmensgegenstands betätigt, kann sich das Vertrauen in die Richtigkeit dieser Angaben im Einzelfall zu einem Schadenersatzanspruch verdichten.<sup>324</sup>

Die – jedenfalls für die Zwecke dieser Untersuchung – wichtigere Funktion des Unternehmensgegenstands ist die innergesellschaftliche.

Sie betrifft zum einen das Verhältnis der Aktionäre untereinander. Der Unternehmensgegenstand ist für die Investitionsentscheidung der Aktionäre von erheblicher Bedeutung, weil das Tätigkeitsfeld der Gesellschaft einen wesentlichen Faktor für die Beurteilung der mit dem Einsatz des Kapitals verbundenen Chancen und Risiken darstellt.<sup>325</sup> Die Festlegung des Unternehmensgegenstands in der Satzung hat zur Folge, dass diese Bestimmungsgroße nur mit der für deren Änderung vorgeschriebenen Mehrheit von mindestens drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals (§ 179 Abs. 2 Satz 1 AktG) geändert werden kann. Durch die Sonderregelung des § 179 Abs. 2 Satz 2 AktG, wonach die Satzung für die Änderung des Unternehmensgegenstands nur eine größere Kapitalmehrheit bestimmen kann, wird die minderheitsschützende Funktion dieser Festlegung unterstrichen.<sup>326</sup>

Zum anderen steckt der in der Satzung festgelegte Unternehmensgegenstand die Grenzen für die dem Vorstand nach § 76 Abs. 1 AktG obliegende Leitungsaufgabe ab. Ungeachtet dessen, dass die sich aus § 78 Abs. 1 Satz 1

---

322 Die Angabe des Grundkapitals trifft lediglich eine Aussage darüber, wieviel Kapital bei der Gründung der Gesellschaft aufgebracht wurde, besagt aber nichts darüber, wieviel Kapital tatsächlich noch vorhanden ist; vgl. zur begrenzten Aussagekraft des Grundkapitals z.B. *Heider*, in: MünchKommAktG, § 1 Rn. 97.

323 *Pentz*, in: MünchKommAktG, § 23 Rn. 78; *Tieves*, Der Unternehmensgegenstand der Kapitalgesellschaft, S. 74 f. mit dortiger Fn. 101.

324 Vgl. BGH, Urt. v. 5.10.1992 – II ZR 172/91, BGHZ 119, 305, 330 f. – *Klöckner* für die Haftung gegenüber den Inhabern von Genussrechten; zur dogmatischen Begründung bereits zuvor *Habersack*, ZHR 151 (1991), 378, 393 ff.; dieser Gedanke dürfte jedenfalls für Dritte, die in einem Sonderrechtsverhältnis zu der Gesellschaft stehen, verallgemeinerungsfähig sein, vgl. dazu *Lutter*, ZGR 1993, 291, 301 f. sowie *Tieves*, Der Unternehmensgegenstand der Kapitalgesellschaft, S. 79.

325 *Tieves*, Der Unternehmensgegenstand der Kapitalgesellschaft, S. 84 mit dortiger Fn. 137, dessen Beispiel (Automobilindustrie als Wirtschaftszweig, der *nicht* von politischen Unwägbarkeiten bestimmt ist) heutzutage jedoch unter umgekehrten Vorzeichen zu verstehen sein dürfte.

326 *Tieves*, Der Unternehmensgegenstand der Kapitalgesellschaft, S. 86 f.

AktG ergebende Vertretungsmacht des Vorstands nach § 82 Abs. 1 AktG nicht beschränkt werden kann, sind die Vorstandsmitglieder im Verhältnis zur Gesellschaft verpflichtet, die Beschränkungen einzuhalten, die die Satzung für ihre Geschäftsführungsbefugnis getroffen hat. Über die Festlegung des Unternehmensgegenstands können die Aktionäre damit unmittelbaren Einfluss auf die Leitung der Geschäfte des Vorstands nehmen<sup>327</sup> und bleiben insofern „Herren ihres Unternehmens“.<sup>328</sup>

Der Unternehmensgegenstand grenzt die Leitungsautonomie des Vorstands dabei in zweierlei Hinsicht ein.<sup>329</sup> Zum einen darf der Vorstand den Unternehmensgegenstand nicht überschreiten, indem er sich auf Gebieten betätigt, die vom Unternehmensgegenstand nicht gedeckt sind.<sup>330</sup> Zum anderen hat der Vorstand die Pflicht, den vorgegebenen Unternehmensgegenstand aktiv zu verwirklichen (sog. Unterschreitungsverbot).<sup>331</sup>

Wie detailliert er den Unternehmensgegenstand beschreibt, ist dem Satzungsgeber überlassen. Eine Grenze wird erst dann erreicht, wenn der Unternehmensgegenstand dem Vorstand so enge Grenzen setzt, dass ihm jegliches unternehmerisches Ermessen genommen wird und er zu einem lediglich ausführenden Organ wird. Eine solche Gestaltung wäre mit der Vorgabe des § 76 Abs. 1 AktG, nach der der Vorstand die Gesellschaft unter *eigener Verantwortung* zu leiten hat, nicht zu vereinbaren.<sup>332</sup>

## 2. Konzernrechtliche Implikationen des Unternehmensgegenstands

Nach früherer Auffassung fielen der Erwerb von Unternehmensbeteiligungen sowie die Ausgliederung geschäftlicher Aktivitäten auf rechtlich selbständige Tochtergesellschaften in die alleinige Entscheidungsbefugnis des Vorstands, solange die sachlichen Grenzen des Unternehmensgegenstands

---

327 *Tieves*, Der Unternehmensgegenstand der Kapitalgesellschaft, S. 83; *Timm*, Die Aktiengesellschaft als Konzernspitze, S. 21.

328 *Wiedemann*, in: *GroßkommAktG*, 4. Aufl. 1994, § 179 Rn. 67.

329 *Limmer*, in: *Spindler/Stilz*, AktG, § 23 Rn. 16; *Fleischer*, ZIP 2005, 141, 143.

330 *Tieves*, Der Unternehmensgegenstand der Kapitalgesellschaft, S. 269; *Fleischer*, ZIP 2005, 141, 143.

331 OLG Stuttgart, Urt. v. 14.5.2003 – 20 U 31/02, NZG 2003, 778, 783 f.; OLG Stuttgart, Urt. v. 13.7.2005 – 20 U 1/05, AG 2005, 693, 695; *Fleischer*, ZIP 2005, 141, 143.

332 *Pentz*, in: *MünchKommAktG*, § 23 Rn. 78; *Fleischer*, ZIP 2003, 1, 2; *Röbriecht/Schall*, in: *GroßkommAktG*, § 23 Rn. 120.; *Tieves*, Der Unternehmensgegenstand der Kapitalgesellschaft, S. 137 ff., 150 ff.

des eingehalten, d.h. im Rahmen der Tochterunternehmen keine anderen als die in der Satzung vorgesehenen Tätigkeiten verfolgt wurden. Eine der Satzung des herrschenden Unternehmens entsprechende Betätigung des abhängigen Unternehmens wurde dem herrschenden Unternehmen als Wahrnehmung des eigenen satzungsmäßigen Unternehmensbereichs zugerechnet.<sup>333</sup>

Nach heute herrschender Meinung hat der Unternehmensgegenstand jedoch auch eine konzernrechtliche Dimension. Seine Verwirklichung durch Erwerb oder Gründung von Tochtergesellschaften bedarf danach einer zusätzlichen Ermächtigung in der Satzung.<sup>334</sup> Erst recht gilt dies für den Funktionswandel der Obergesellschaft in eine Vollholding. Sie muss also solche in der Satzung vorgesehen sein<sup>335</sup> und – sofern keine sachbereichsneutrale Betätigung beabsichtigt ist – den Schwerpunkt der Tätigkeit der Gesellschaften, an denen Beteiligungen bestehen oder beabsichtigt sind, offenlegen.<sup>336</sup>

Fehlt eine solche Konzern- oder Konzernöffnungsklausel, liest man in die Satzung die Vorgabe an den Vorstand hinein, den Unternehmensgegenstand unmittelbar, d.h. durch Tätigwerden der eigenen Gesellschaft, zu verwirklichen.

In der Literatur wird das Erfordernis einer Konzernöffnungsklausel damit begründet, dass sich die mittelbare Unternehmensführung durch Tochtergesellschaften qualitativ von der unmittelbaren Unternehmensführung durch die AG selbst unterscheidet. Die Hauptversammlung habe auf ein mittelbar geführtes Unternehmen auch nur mittelbaren Einfluss. Die Kontrollmöglichkeiten von Hauptversammlung und Aufsichtsrat setzen auf der Ebene der Obergesellschaft an, während sie auf die Tochtergesellschaften keinen direkten Einfluss nehmen könnten. In den Tochtergesellschaften würden alle Beteiligungsrechte vom Vorstand ausgeübt. Insofern komme es in der Obergesellschaft daher zu einer Machtverschiebung von der

---

333 Barz, AG 1966, 39, 40; Wiedemann, in: GroßkommAktG, 3. Aufl. 1973, § 179 Rn. 7; Paefgen, ZHR 172 (2008), 42, 71; Götz, AG 1984, 85, 90; Henze, FS Ulmer, S. 211, 216 f.

334 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 46 – *Gelatine I*; OLG Frankfurt, Beschl. v. 21.6.2007 – 5 U 34/07, AG 2008, 862, 863; Stein, in: MünchKommAktG, § 179 Rn. 113; Habersack/Foerster, in: GroßkommAktG, § 82 Rn. 25; Tieves, Der Unternehmensgegenstand der Kapitalgesellschaft, S. 495 ff.

335 Habersack, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, Vor § 311 AktG Rn. 31.

336 Pentz, in: MünchKommAktG, § 23 Rn. 80; Koch, in: Hüffer/Koch, § 23 AktG Rn. 24a; Tieves, Der Unternehmensgegenstand der Kapitalgesellschaft, S. 418 f.

Hauptversammlung hin zum Vorstand.<sup>337</sup> Diese Machtverschiebung unterscheidet eine AG, die ihr Unternehmen unmittelbar betreibt, strukturell von einer AG, die ihr Unternehmen über Tochtergesellschaften führt.<sup>338</sup> Über die Struktur der Gesellschaft solle aber gerade von den Aktionären in der Satzung entschieden werden. Zudem sei die mittelbare Geschäftstätigkeit über Tochtergesellschaften gerade wegen der soeben erwähnten strukturellen Unterschiede mit einem höheren Risiko verbunden als die Verwirklichung des Unternehmensgegenstands durch eigene wirtschaftliche Tätigkeit.<sup>339</sup> Diese Umstände rechtfertigten es, den Vorstand in Ermangelung einer Konzernklausel auf die unmittelbare unternehmerische Tätigkeit zu beschränken.

Diese Gesichtspunkte entsprechen denjenigen, mit denen der BGH im Fall „Holzmüller“ eine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz für den Fall der Ausgliederung des wertvollsten Teils des Betriebsvermögens in eine rechtlich selbstständige Tochtergesellschaft begründet hat.<sup>340</sup> Aus dieser – später durch die Urteile im Fall „Gelatine“<sup>341</sup> bestätigten und präzisierten – Rechtsprechung lässt sich die Notwendigkeit einer Konzernklausel indessen gerade nicht ableiten. Denn in beiden Fällen lag eine hinreichend bestimmte satzungsmäßige Ermächtigung des Vorstands zu den streitigen Konzernbildungsmaßnahmen vor, so dass sich die Frage einer Überschreitung des Unternehmensgegenstands überhaupt nicht stellte. Im Fall „Holzmüller“ hat es der BGH sogar ausdrücklich dahingestellt sein lassen, ob es einer entsprechenden ausdrücklichen Ermächtigung für das Handeln des Vorstands bedurft hätte.<sup>342</sup> Im Fall „Gelatine“ geht der BGH zwar erstmals und ohne nähere Begründung von der Notwendigkeit einer

---

337 Vgl. ausführlich und mit Nachweisen zu den Wirkungen der Mediatisierung unten S. 110 ff.

338 *Wiedemann*, in: GroßKommAktG, 4. Aufl. 1994, § 179 Rn. 64; *Krieger*, in: MünchHdbGesR, Bd. 4, § 70 Rn. 5.

339 *Kropff*, ZGR 1984, 112, 130; *Rebbinder*, ZGR 1983, 92, 96; *Wablers*, Konzernbildungskontrolle durch die Hauptversammlung der Obergesellschaft, S. 148 f.; an der Erhöhung des Risikos für die Aktionäre der AG zweifeln aber zum Beispiel *Lutter*, in: Druey, Das St. Galler Konzernrechtsgespräch, S. 225, 227 („*Schotten*, die das Haftungsrisiko auf Teile des Konzern-Schiffes begrenzen“ – Hervorhebung im Original) und *Tieves*, Der Unternehmensgegenstand der Kapitalgesellschaft, S. 481 mit Blick auf die durch die Konzernierung eingezogenen Haftungsbarrieren.

340 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 136 ff. – *Holzmüller*.

341 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30 – *Gelatine I*; BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 154/02, ZIP 2004, 1001 – *Gelatine II*.

342 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 130 – *Holzmüller*.



Konzernklausel aus, bringt diese aber gerade nicht in Verbindung zu einer damit verbundenen Machtverschiebung zwischen Hauptversammlung und Vorstand, sondern beschränkt ihre Funktion darauf, den Handlungsspielraum des Vorstands in der Weise zu erweitern, dass dieser „nicht gehalten [sei], den Unternehmensgegenstand ausschließlich durch eigene operative Tätigkeit der Aktiengesellschaft zu verwirklichen, sondern dafür auch zu gründende oder zu erwerbende Gesellschaften oder Beteiligungen einsetzen [dürfe]“. Zugleich wird vom BGH ausdrücklich betont, dass sich die Aktionäre durch eine solche Konzernklausel nicht des mit der Anerkennung ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten bezweckten Schutzes begäben.<sup>343</sup> Aus beiden Entscheidungen kann daher nur der Schluss gezogen werden, dass die ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit für Strukturmaßnahmen auf anderen Gründen beruht als die geschriebene Hauptversammlungszuständigkeit für Änderungen des Unternehmensgegenstands. Während es im ersten Fall darum geht, was der Vorstand im Verhältnis zu anderen Organen tun darf, geht es im zweiten darum, was die Gesellschaft als solche tun darf. Nur unter diesem Gesichtspunkt setzt der Unternehmensgegenstand auch der Betätigung des Vorstands Grenzen.

Letztere ergeben sich daraus, dass die unmittelbare Beteiligung am Marktgeschehen nicht nur nach ihrem äußeren Erscheinungsbild etwas *anderes* ist als die durch Tochtergesellschaften und Beteiligungen vermittelte.<sup>344</sup> Sie ist mit anderen – nicht notwendigerweise größeren – Chancen und Risiken verbunden und stellt auch andere Anforderungen an die dem Vorstand obliegende Unternehmensleitung.<sup>345</sup> Ein Vorstand, der Unternehmensteile ohne satzungsmäßige Ermächtigung in Tochtergesellschaften ausgliedert, würde deshalb seinen – durch den Unternehmensgegenstand festgelegten – Leitungsauftrag unterschreiten, so wie umgekehrt der Vorstand einer Gesellschaft, die satzungsmäßig auf die Verwaltung von Beteiligungen beschränkt ist, seinen Leitungsauftrag durch unmittelbares Tätigwerden am Markt überschreiten würde.<sup>346</sup>

Aus *diesem* Grunde setzt die Gruppenbildung eine entsprechende Ermächtigung in der Satzung voraus. Dass damit zugleich einer eigenmächtigen

---

343 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 46 – *Gelatine I*.

344 *Timm*, Die Aktiengesellschaft als Konzernspitze, S. 89.

345 *Timm*, Die Aktiengesellschaft als Konzernspitze, S. 89 f.; vgl. *Wiedemann/Martens*, AG 1976, 232, 236.

346 *Habersack*, in: *Emmerich/Habersack*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, Vor § 311 AktG Rn. 31.

gen Verschiebung der innergesellschaftlichen Machtbalance durch den Vorstand entgegengewirkt wird, kann allenfalls als Reflex der aus dem Gegenstand der unternehmerischen Tätigkeit abgeleiteten Notwendigkeit der Konzernklausel angesehen werden. Denn in dem umgekehrten Fall des unmittelbaren Tätigwerdens am Markt trotz unternehmensgegenständlicher Beschränkung auf die Holdingfunktion träte eine solche Verschiebung allenfalls im entgegengesetzten Sinne ein.

### 3. Konsequenzen für BCA bei Fusion durch NewCo-Übernahme

Aus der soeben vorgenommenen Herleitung der Notwendigkeit der Konzernklausel für die Gruppenbildung ergibt sich, dass die von *Strohn* vorgenommene Gleichsetzung der Eingliederung mit der Ausgliederung nicht der Funktion statutarischer Regelungen über den Unternehmensgegenstand entspricht. Beide Sachverhalte sind unter diesem Gesichtspunkt inkommensurabel.

Anders als im Fall der Ausgliederung wird der gegenständliche Rahmen der unternehmerischen Tätigkeit der Aktiengesellschaft und eventueller Tochtergesellschaften durch die mit dem BCA bezweckte Begründung eines Abhängigkeitsverhältnisses nicht verändert. Die Art der Geschäfte, die die abhängig gewordene Gesellschaft – unmittelbar oder mittelbar – betreiben darf, bleibt die gleiche. Zwar hat die Konzernierung mit einiger Wahrscheinlichkeit zur Folge, dass das herrschende Unternehmen Einfluss auf das abhängige Unternehmen ausüben wird. Dies hat aber – solange die Satzung des beherrschten Unternehmens unverändert bleibt – keine Auswirkungen auf den Unternehmensgegenstand. Denn die Einflussnahme des herrschenden Unternehmens auf den Vorstand der abhängigen Gesellschaft kann sich nur darauf beziehen, wie dieser sein unternehmerisches Ermessen ausübt. Die Grenzen dieses Ermessens und damit auch der möglichen Einflussnahme werden aber durch den Unternehmensgegenstand abgesteckt.

Selbst der Abschluss eines Beherrschungsvertrags würde daran nichts ändern. In diesem Fall könnte das herrschende Unternehmen dem Vorstand der abhängigen Gesellschaft zwar Weisungen hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft erteilen (§ 308 Abs. 1 Satz 1 AktG), die dieser zu befolgen hätte (§ 308 Abs. 2 Satz 1 AktG). Diese Befolgungspflicht gilt aber nur für zulässige Weisungen. Den Vorstand trifft insoweit eine Kontrollpflicht. Gegenstand dieser Rechtmäßigkeitsprüfung ist auch, ob die Weisung gegen

die Satzung verstößt.<sup>347</sup> Ist dies der Fall – z.B. deshalb, weil der Vorstand mit der darin angeordneten Maßnahme den Unternehmensgegenstand verlassen würde – ist dieser berechtigt und verpflichtet, die Weisung nicht auszuführen.<sup>348</sup> Dass das herrschende Unternehmen – wenn es die für den Abschluss eines Beherrschungsvertrags erforderliche Mehrheit hatte – auch eine Satzungsänderung durchsetzen könnte, ändert an der Richtigkeit dieses Befundes nichts.

Die von *Strohn* für erforderlich gehaltene Satzungsregelung darüber, ob und inwieweit der Vorstand berechtigt ist, die in der Satzung beschriebenen Unternehmensgegenstände „durch die Begründung von Abhängigkeitsbeziehungen“ zu Lasten der Gesellschaft zu erreichen,<sup>349</sup> kann es deshalb gar nicht geben. Denn anders als aus Sicht des herrschenden Unternehmens ist die Abhängigkeitsbeziehung aus Sicht des abhängigen Unternehmens gerade kein Mittel zur Verwirklichung des Unternehmensgegenstands. Da die Begründung des Abhängigkeitsverhältnisses den Unternehmensgegenstand unberührt lässt, stellt sich die von *Strohn* aufgeworfene Frage, wie sich die von ihm für erforderlich gehaltene Satzungsklausel zum Grundsatz der Konzernoffenheit verhält, von vornherein nicht.<sup>350</sup>

Ob eine Geschäftsführungsmaßnahme den durch den Unternehmensgegenstand gezogenen Rahmen überschreitet, hängt auch nicht von deren rechtlicher Qualität, sondern allein davon ab, ob das Unternehmen dadurch eine andere als die in der Satzung festgelegte Tätigkeit entfaltet. Innerhalb der durch den Unternehmensgegenstand gezogenen Grenzen umfasst der dem Vorstand obliegende Leitungsauftrag auch Maßnahmen, die auf Konzernbildung zielen. Der Vorstand darf – ohne dazu durch die Satzung besonders ermächtigt zu sein – Unternehmensverträge vorbereiten, aushandeln und abschließen, die der Zustimmung der Hauptversammlung unterliegen.

Die Vorschrift des § 83 Abs. 1 AktG steht dem nicht entgegen. Danach ist der Vorstand verpflichtet, solche Maßnahmen, die in die Zuständigkeit der Hauptversammlung fallen, auf deren Verlangen vorzubereiten (Satz 1). Das Gleiche gilt auch für die Vorbereitung und den Abschluss von Verträgen, die nur mit Zustimmung der Hauptversammlung wirksam werden (Satz 2). Die Bedeutung dieser Regelung liegt allein darin, dass die Haupt-

---

347 *Veil*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 308 Rn. 36.

348 *Veil*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 308 Rn. 36.

349 *Strohn*, ZHR 182 (2018), 114, 138.

350 Vgl. hierzu auch *Schmolke*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2018, S. 137 Rn. 16.

versammlung insoweit das Recht hat, selbst die Initiative ergreifen und den Vorstand zur Vorbereitung und zum Abschluss zustimmungsbedürftiger Verträge, insbesondere eines Unternehmensvertrages, bindend anweisen kann.<sup>351</sup>

Daraus folgt indessen nicht, dass der Vorstand solche Vorgänge nur aufgrund eines entsprechenden Beschlusses der Hauptversammlung einleiten darf. Das Geschäftsführungsrecht des Vorstands wird durch das insoweit bestehende Initiativ- und Weisungsrecht der Hauptversammlung nur überlagert, aber nicht verdrängt.

#### IV. Ergebnis

Der Abschluss eines auf einen Zusammenschluss unter Gleichen gerichteten BCA ist nicht von einer entsprechenden Festlegung des Unternehmensgegenstands in der Satzung abhängig.

#### B. „Verdeckter“ Beherrschungsvertrag

Eine geschriebene Hauptversammlungskompetenz könnte sich ferner aus § 293 Abs. 1 Satz 1 AktG ergeben. Das wäre der Fall, wenn das zwischen den Fusionspartnern geschlossene BCA als Beherrschungsvertrag im Sinne des § 291 Abs. 1 Satz 1 Variante 1 AktG zu qualifizieren wäre.<sup>352</sup>

Ein Beherrschungsvertrag liegt unabhängig von seiner Bezeichnung vor, wenn die Leitungsbefugnis des Vorstands in so weitgehender Weise auf eine andere Gesellschaft übertragen wird, dass abweichende Strategien und Konzeptionen des Vorstands der Untergesellschaft durch eine einheitliche Konzernleitung ersetzt werden können.<sup>353</sup> Erforderlich – aber auch ausreichend – ist, dass der beherrschende Vertragspartner in die Lage versetzt wird, eine auf das Gesamtinteresse der verbundenen Unternehmen

---

351 *Spindler*, in: MünchKommAktG, § 83 Rn. 16.

352 So auch die Begründung der Kläger im Fall *Linde/Praxair*: vgl. die Wiedergabe des Parteivorbringens in dem Urte. des LG München I v. 20.12.2018– 5 HK O 15236/17, ZIP 2019, 266 Rn. 193 ff. – juris.

353 *Langenbacher*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 291 Rn. 23; *Emmerich*, in: *Emmerich/Habersack*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 291 AktG Rn. 14; *Koch*, in: *Hüffer/Koch*, AktG, § 291 Rn. 10.

ausgerichtete Zielkonzeption zu entwickeln und gegenüber dem Vorstand der beherrschten Gesellschaft rechtlich durchzusetzen.<sup>354</sup>

Zur Charakterisierung von Verträgen, die diese Merkmale erfüllen, aber nicht als Beherrschungsvertrag bezeichnet werden, wird zum Teil der Begriff „verdeckter Beherrschungsvertrag“ verwendet.<sup>355</sup> Praktische Bedeutung hat die Unterscheidung zwischen offenen und verdeckten Beherrschungsverträgen im Hinblick darauf, ob sich für außenstehende Aktionäre aus formunwirksamen Beherrschungsverträgen dieselben Rechtsfolgen<sup>356</sup> wie aus formgerechten Verträgen ergeben.<sup>357</sup> Für das Erfordernis der Hauptversammlungszustimmung selbst kommt dem Attribut „verdeckt“ keine Bedeutung zu.<sup>358</sup>

Im Einzelfall kann auch ein BCA die Voraussetzungen eines Beherrschungsvertrags erfüllen.<sup>359</sup> In den Fällen der Fusion durch NewCo-Übernahme wird einer solchen Einordnung in der Regel aber § 291 Abs. 2 AktG entgegenstehen. Danach liegt kein Beherrschungsvertrag vor, wenn sich Unternehmen, die voneinander nicht abhängig sind, durch Vertrag unter einheitliche Leitung stellen, ohne dass dadurch eines von ihnen von einem anderen vertragschließenden Unternehmen abhängig wird. Bei dem für die NewCo-Fusion typischen Fall des *merger of equals* werden die Organe der NewCo, auf die im Zuge des Zusammenschlusses Leitungsbefugnisse übertragen werden, von den Fusionspartnern regelmäßig paritätisch besetzt, so dass sich daraus keine Beherrschung des einen Fusionspartners durch den anderen ergeben kann.<sup>360</sup>

---

354 OLG Schleswig, Beschl. v. 27.8.2008 – 2 W 160/05, ZIP 2009, 124.

355 Vgl. monographisch *Ederle*, Verdeckte Beherrschungsverträge; *Kienzle*, Verdeckte Beherrschungsverträge im Aktienrecht; *Detle*, Verdeckte und atypische Beherrschungsverträge im Aktienrecht.

356 Insbesondere Ansprüche auf Abfindung nach § 305 Abs. 5 Satz 2 AktG i.V.m. § 1 Nr. 1 SpruchG.

357 Vgl. dazu OLG München, Beschl. v. 24.6.2008 – 31 Wx 83/07, ZIP 2008, 1330; OLG Schleswig, Beschl. v. 27.8.2008 – 2 W 160/05, ZIP 2009, 124.

358 In dem Ur. des LG München I v. 20.12.2018 – 5 HK O 15236/17, ZIP 2019, 266, 271 f. wird bei der Prüfung der Hauptversammlungskompetenz nach § 293 Abs. 1 Satz 1 AktG dennoch dieser Begriff benutzt.

359 Vgl. etwa LG München I, Ur. v. 31.1.2008 – 5 HK O 19782/06, ZIP 2008, 555 – *HVB/Unicredit*.

360 *Strohn*, ZHR 182 (2018), 114, 139; in der Sache auch *Schmolke*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2018, S. 137 Rn. 27 und LG München I, Ur. v. 20.12.2018 – 5 HK O 15236/17, ZIP 2019, 266, 272, beide jedoch ohne Anknüpfung an § 291 Abs. 2 AktG.

Soweit die Fusionspartner in dem BCA auch Bindungen gegenüber dem jeweils anderen eingehen, wird es diesen in der Regel schon an dem für die Entstehung einer Beherrschungssituation erforderlichen Grad an Verbindlichkeit fehlen.<sup>361</sup> Zudem gehen die Fusionspartner typischerweise spiegelbildliche Bindungen ein, sodass von einer Beherrschung des einen durch den anderen auch aus diesem Grunde nicht gesprochen werden kann.<sup>362</sup>

---

361 Vgl. LG München I, Urt. v. 20.12.2018 – 5 HK O 15236/17, ZIP 2019, 266, 273 – *Linde* mit dem Hinweis darauf, dass wesentliche Verhaltenspflichten der Linde AG lediglich als Soll-Vorschriften ausgestaltet seien.

362 Vgl. LG München I, Urt. v. 20.12.2018 – 5 HK O 15236/17, ZIP 2019, 266, 273 – *Linde*; vgl. ferner *Koch*, ZGR 2019, 588, 598.

## Kapitel 5 – Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen nach Holzmüller und Gelatine

Eine geschriebene Hauptversammlungskompetenz für den Abschluss des BCA besteht nach den vorstehenden Ausführungen nicht. Die Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses könnte sich deshalb nur aus einer ungeschriebenen Kompetenz ergeben.

Die Möglichkeit ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen hat der BGH erstmals in seinem „Holzmüller“-Urteil<sup>363</sup> anerkannt. In den mehr als zwanzig Jahre später ergangenen „Gelatine“-Urteilen<sup>364</sup> hat er die darin aufgestellten Grundsätze bestätigt und zugleich präzisiert. Die genannten Entscheidungen bilden bis heute Ausgangs- und zugleich Mittelpunkt jeder Erörterung ungeschriebener Kompetenzen der Hauptversammlung.

Im Folgenden wird die ihnen zugrundeliegende Problemstellung unter Berücksichtigung der Rechtsentwicklung bis zum Inkrafttreten des Aktiengesetzes 1965 herausgearbeitet. Außerdem wird auf die Vorarbeiten zu den Entscheidungen in der Literatur eingegangen, und die Diskussion, die sie dort ausgelöst haben, in ihren Grundzügen nachgezeichnet.<sup>365</sup> Ziel dieser Darstellung ist es, die für die Anerkennung ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen maßgebenden Gründe herauszuarbeiten und damit deren möglichen Umfang unabhängig von den konkreten Fallgestaltungen zu bestimmen, die den bisherigen Entscheidungen des BGH zugrunde lagen. Auf diese Weise soll ein Prüfungsmaßstab dafür entwickelt werden, ob und unter welchen Gesichtspunkten auch im Fall der Fusion

---

363 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122 – *Holzmüller*.

364 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30 – *Gelatine I*; BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 154/02, ZIP 2004, 1001 – *Gelatine II*.

365 Vertiefende Darstellungen auch der wissenschaftlichen Diskussion zu ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen finden sich z.B. bei *Goj*, Ungeschriebenes Hauptversammlungserfordernis beim Beteiligungserwerb?, S. 61 ff.; *Staake*, Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen in börsennotierten und nicht börsennotierten Aktiengesellschaften, S. 25 ff.; umfassend *Zientek*, Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen bei Unternehmensakquisitionen einer Aktiengesellschaft, S. 54 ff., der die Rechtsentwicklung seit den Zeiten des ADHGB darstellt.

durch NewCo-Übernahme eine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz bestehen kann.

A. Ausgangspunkt: § 119 Abs. 1 AktG

Nach § 119 Abs. 1 AktG beschließt die Hauptversammlung in den im Gesetz und in der Satzung ausdrücklich bestimmten Fällen. Wie sich aus der Gesetzesbegründung ergibt, wollte der Gesetzgeber mit der Verwendung des Begriffs „ausdrücklich“ klarstellen, dass die im Gesetz oder in der Satzung festgelegten Zuständigkeiten abschließender Natur sind. Dort heißt es: „Absatz 1 ist zwingendes Recht. In anderen als in den danach zulässigen Fällen kann die Hauptversammlung nicht beschließen.“<sup>366</sup> Dennoch ist es mittlerweile im Grundsatz anerkannt, dass neben den geschriebenen Hauptversammlungskompetenzen auch ungeschriebene Zuständigkeiten bestehen.<sup>367</sup> Das mag auf den ersten Blick verwundern, weil eine Rechtsfortbildung *contra legem* unzulässig ist,<sup>368</sup> der Rechtsanwender sich also gerade nicht über ein eindeutiges gesetzgeberisches Konzept hinwegsetzen darf.<sup>369</sup>

Die Regelung des § 119 Abs. 1 AktG sowie die dazugehörige Gesetzesbegründung sind jedoch nicht isoliert, sondern vor dem Hintergrund der

---

366 Abgedruckt bei *Kropff*, Aktiengesetz, S. 165.

367 Nach *Staake*, Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen in börsennotierten und nicht börsennotierten Aktiengesellschaften, S. 62 ist die grundsätzliche Existenz ungeschriebener Kompetenzen sogar bereits Gewohnheitsrecht.

368 Vgl. nur BVerfG, Beschl. v. 19.6.1973 – 1 BvL 39/69, 1 BvL 14/72, BVerfGE 35, 263, 280.

369 St. Rspr.: BVerfG, Beschl. v. 3.4.1990 – 1 BvR 1186/89, BVerfGE 82, 6, 12 f.; BVerfG, Beschl. v. 25.1.2012 – 1 BvR 918/10, BVerfGE 128, 193, 210; BVerfG, Urt. v. 11.7.2012 – 1 BvR 3142/07, 1 BvR 1569/08, BVerfGE 132, 99, 127; zuletzt BVerfG, Beschl. v. 6.6.2018 – 1 BvL 7/14, 1 BvR 1375/14, ZIP 2018, 1260, 1266 f.: „Richterliche Rechtsfortbildung darf hingegen nicht dazu führen, dass die Gerichte ihre eigene materielle Gerechtigkeitsvorstellung an die Stelle derjenigen des Gesetzgebers setzen [...]. Die Gerichte dürfen sich nicht dem vom Gesetzgeber festgelegten Sinn und Zweck des Gesetzes entziehen, sondern müssen die gesetzgeberische Grundentscheidung respektieren. Eine Interpretation, die sich über den klar erkennbaren Willen des Gesetzgebers hinwegsetzt, greift unzulässig in die Kompetenzen des demokratisch legitimierten Gesetzgebers ein [...].“



Entstehungsgeschichte der Vorschrift zu sehen und in den größeren Kontext des Aktiengesetzes von 1965 einzuordnen.<sup>370</sup>

§ 119 Abs. 1 AktG geht auf § 103 Abs. 1 AktG 1937 zurück und stimmt in seinem ersten Satzteil wörtlich mit diesem überein. Das bis dahin geltende Aktienrecht des ADHGB bzw. des HGB kannte keine entsprechende Regelung. Nach dem Gedanken des § 32 Abs. 1 Satz 1 BGB war die – damals noch Generalversammlung genannte – Hauptversammlung zur Beschlussfassung in allen Angelegenheiten berufen, soweit nicht zwingendes Recht oder eine Satzungsbestimmung die Zuständigkeit eines anderen Organs begründete.<sup>371</sup> Vorbehaltlich zwingender gesetzlicher Bestimmungen besaß die Generalversammlung eine Kompetenz-Kompetenz auch in Geschäftsführungsfragen und bildete damit – wie heute noch die Gesellschafterversammlung bei der GmbH<sup>372</sup> – das oberste Organ der Gesellschaft.<sup>373</sup>

Mit dem Ausschluss der Allzuständigkeit wollte der Gesetzgeber eine Machtverteilung zwischen Hauptversammlung und Verwaltungsorganen etablieren, die insbesondere den Funktionsbedingungen der AG als Träger von Großunternehmen gerecht wird.<sup>374</sup> Die Befugnisse der Hauptversammlung sollten nicht mehr aus ihrer behaupteten Stellung als oberstes Organ der Gesellschaft abgeleitet werden können. Vielmehr sollte diese Stellung durch die ihr durch Gesetz oder Satzung zugewiesenen Zuständigkeiten bestimmt werden.<sup>375</sup>

Leitend war dabei der Gedanke, dass die Hauptversammlung in operativen Angelegenheiten typischerweise nicht hinreichend zur Entscheidungsfindung qualifiziert ist.<sup>376</sup> Demgegenüber sollte die Hauptversammlung

---

370 Eine ausführliche Darstellung zum Folgenden findet sich bei *Zientek*, Unge-schriebene Hauptversammlungskompetenzen bei Unternehmensakquisitionen einer Aktiengesellschaft, S. 65 ff.

371 *Mülbert*, in: *GroßkommAktG*, § 119 Rn. 1; *Schlegelberger/Quassowski*, *AktG 1937*, § 103 Rn. 1.

372 *Bayer*, in: *Lutter/Hommelhoff*, *GmbHG*, § 45 Rn. 4; *Schmidt*, in: *Scholz*, *GmbHG*, § 46 Rn. 2; *Lieder*, *NZG* 2015, 569, 570.

373 *Mülbert*, in: *GroßkommAktG*, § 119 Rn. 1.

374 *Mülbert*, in: *GroßkommAktG*, § 119 Rn. 3.

375 *Schlegelberger/Quassowski*, *AktG 1937*, § 103 Rn. 2.

376 *Mülbert*, in: *GroßkommAktG*, § 119 Rn. 7; *Gefßler*, *JW* 1937, 497: „Die Masse der Aktionäre war auf der Generalversammlung überhaupt nicht vertreten. Wenn sie aber vertreten war, so fehlte ihr jeder Einblick in die schwierigen Fragen der Leitung, und sie musste ihre Beschlüsse nach Gutdünken fassen“; Begründung *RegE* in: *Kropff*, *Aktiengesetz*, S. 96: „Die Aktionäre haben im Allgemeinen weder die Zeit noch die Übersicht, um Geschäftsführungsfragen unter Berücksichtigung aller Gesichtspunkte entscheiden zu können.“ Vgl. ferner *Renner*, *AG* 2015, 513, 516 ff.; *Fleischer*, *NJW* 2004, 2335, 2336 f.

für die Angelegenheiten zuständig bleiben, in denen – sei es aufgrund fehlenden Wissensvorsprungs, sei es infolge eines Interessenkonflikts – eine überlegene Befähigung der Verwaltung gerade nicht besteht.<sup>377</sup>

Vor diesem Hintergrund ist eine im Wege der Rechtsfortbildung erfolgende Erweiterung der Hauptversammlungskompetenz über die gesetzlich festgelegten Fälle mit der gesetzgeberischen Grundentscheidung so lange vereinbar, wie sie nicht allein auf die Eigenschaft der Hauptversammlung als oberstes Organ der Gesellschaft gestützt wird.<sup>378</sup>

Dies gilt umso mehr, als der Gesetzgeber bei Erlass des AktG 1965 von der Vorstellung ausging, der Hauptversammlung mit der enumerativen Festlegung ihrer Zuständigkeiten alle „mit dem wirtschaftlichen und rechtlichen Aufbau der Gesellschaft zusammenhängenden Fragen“ zugewiesen zu haben.<sup>379</sup> Soweit sich diese Annahme in vom Gesetzgeber nicht vorhergesehenen Fällen als unzutreffend erweist, würde es der mit dem AktG 1965 angestrebten Aufwertung der Hauptversammlung<sup>380</sup> widersprechen, beim Wortlaut des § 119 AktG stehenzubleiben und Kompetenzkonflikte stets zugunsten des Vorstands aufzulösen.<sup>381</sup>

## B. Vorgeschichte

Die Diskussion um ungeschriebene Kompetenzen der Hauptversammlung reicht bis in die Zeit des Reichsgerichts zurück,<sup>382</sup> das in der Grubeneisenbahn-Entscheidung (1895)<sup>383</sup> und später in der Melasse-Entscheidung<sup>384</sup> ungeschriebene Kompetenzvorbehalte der Generalversammlung aner-

---

377 Mülbart, in: GroßkommAktG, § 119 Rn. 7; ähnlich auch *Fleischer*, NJW 2004, 2335, 2336; *Renner*, AG 2015, 513, 517 ff.

378 Vgl. *Hommelhoff*, Die Konzernleitungspflicht, S. 90.

379 BegrRegE, abgedruckt bei *Kropff*, Aktiengesetz, S. 165.

380 Vgl. BegrRegE, abgedruckt bei *Kropff*, Aktiengesetz, S. 15 f.

381 *Hommelhoff*, Die Konzernleitungspflicht, S. 88; *Mecke*, Konzernstruktur und Aktionärsentscheid, S. 164; *Zientek*, Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen bei Unternehmensakquisitionen einer Aktiengesellschaft, S. 67.

382 Eine ausführliche Darstellung der Rechtentwicklung seit dem ADHGB findet sich z.B. bei *Zientek*, Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen bei Unternehmensakquisitionen einer Aktiengesellschaft, S. 54 ff.

383 RG, Urt. v. 28.5.1895 – II 69/95, RGZ 35, 83 – *Grubeneisenbahn*.

384 RG, Urt. v. 3.5.1902 – I 20/02, HoldheimsZ 1902, 266 – *Melasse*.

kannt hatte, welche danach in der Literatur<sup>385</sup> ausführlich diskutiert wurden. Dies mag im Hinblick auf die seinerzeit noch bestehende Allzuständigkeit der Generalversammlung<sup>386</sup> auf den ersten Blick überraschend erscheinen, erklärt sich aber daraus, dass mit diesem Begriff nur die Möglichkeit der Generalversammlung umschrieben wurde, auch in solchen Angelegenheiten zu entscheiden, die an sich in die Zuständigkeit anderer Organe – namentlich des Vorstands – fielen. Aus dieser Möglichkeit folgte jedoch nicht, dass die anderen Organe generell gehindert waren, ohne Mitwirkung der Generalversammlung zu entscheiden. Nur soweit eine ungeschriebene Kompetenz der Generalversammlung bestand, waren sie verpflichtet, deren Entscheidung herbeizuführen.<sup>387</sup>

Die moderne Debatte um ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen begann kurz nach Inkrafttreten des Aktiengesetzes von 1965.<sup>388</sup> Angestoßen wurde sie von *Kropff*, der 1971 darauf hinwies, dass bei der Ausgliederung wesentlicher Unternehmensteile „das fehlende Mitspracherecht der Hauptversammlung unbefriedigend“<sup>389</sup> sei und die Hauptversammlung an solchen Vorgängen beteiligt werden sollte.<sup>390</sup> Damit nahm er genau die Konstellation vorweg, die später Gegenstand der Holz Müller-Entscheidung werden sollte.<sup>391</sup>

Der Gedanke ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen wurde in der Folge maßgeblich von *Lutter* und verschiedenen seiner Schüler – insbesondere *Timm*<sup>392</sup> – weiterentwickelt. Den Ausgangspunkt bildete die Studie Lutters zu dem – insbesondere bei grenzüberschreitenden Vorgängen seit den späten 1960er Jahren anzutreffenden – Phänomen fusionsähnlicher Unternehmensverbindungen, bei denen die Vertragspartner ihre Unternehmen nicht durch eine Fusion, sondern durch Ausgliederung der unternehmerischen Aktivitäten in Tochtergesellschaften, Gründung einer gemeinsamen Holdinggesellschaft und anschließende Einbringung der Anteile an den Tochtergesellschaften in die Holdinggesellschaft gegen Ge-

---

385 Die ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen waren Thema des 27. Deutschen Juristentags: *Lehmann*, Verhandlungen des 27. DJT, Bd. 1, S. 57; *Staub*, Verhandlungen des 27. DJT, Bd. 1, S. 80.

386 Siehe oben S. 105.

387 *Zientek*, Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen bei Unternehmensakquisitionen einer Aktiengesellschaft, S. 55.

388 BGBl. I S. 1089.

389 *Kropff*, FS Gessler, S. 111, 120.

390 *Kropff*, FS Gessler, S. 111, 124.

391 Siehe dazu unten S. 109 ff.

392 *Timm*, Die Aktiengesellschaft als Konzernspitze, passim; *ders.*, AG 1980, 172.

währung von Gesellschaftsrechten zu einem einheitlichen Unternehmen zusammenschlossen.<sup>393</sup> *Lutter* empfand es als sachwidrig, dass die Unternehmensverbindung in diesen Fällen – anders als bei einer Verschmelzung oder einer Übertragung des gesamten Vermögens in anderer Weise – keinen mit qualifizierter Mehrheit zu fassenden Beschluss der Hauptversammlung erfordern sollte, und sprach sich wegen der mitgliedschaftsrechtlichen Relevanz dieser Vorgänge für eine entsprechende Anwendung des § 293 AktG sowie der seinerzeitigen §§ 340<sup>394</sup> und 361 AktG<sup>395</sup> aus.<sup>396</sup> Entsprechendes sollte in den Fällen der von ihm so genannten Teilfusionen, d.h. Zusammenschlüssen von – unter Umständen verselbständigten – Unternehmensteilen, gelten.<sup>397</sup>

Daneben widmete sich *Lutter* den Auswirkungen von Konzernbildungen auf die Kompetenzverteilung zwischen Hauptversammlung und Vorstand in der Obergesellschaft.<sup>398</sup> Insoweit schien ihm die gesetzliche Kompetenzverteilung, nach der die Rechte der Obergesellschaft in den Konzerngesellschaften in der Hauptversammlung vom Vorstand der Obergesellschaft ausgeübt wurden, eine Stärkung der Hauptversammlung der Obergesellschaft erforderlich zu machen. So hielt er mit Ausnahme von Bagatellfällen deren Mitwirkung bei der Veräußerung von Beteiligungen – nicht aber bei der Ausgliederung von Unternehmensteilen in Tochtergesellschaften – für erforderlich.<sup>399</sup>

*Lutters* Überlegungen zur „Binnenstruktur des Konzerns“<sup>400</sup> wurden von *Timm*<sup>401</sup> fortentwickelt. Ausgangspunkt war für ihn die Überlegung, dass die Alleinzuständigkeit des Vorstands bei der Wahrnehmung von Beteiligungsrechten an einem anderen Unternehmen nur solange angemessen

---

393 *Lutter*, Die Rechte der Gesellschafter beim Abschluss fusionsähnlicher Unternehmensverbindungen; die Studie war der „leise – weil seinerzeit nicht als solche[r] [empfundene] – Urknall“ (*Westermann*, ZGR 1984, 352, 355) der Thematik; ferner *Lutter*, FS *Westermann*, S. 347; *ders.*, FS *Barz*, S. 199; *ders.*, FS *Fischer*, S. 419; nach der Holz Müller-Entscheidung *ders.*, FS *Stimpel*, S. 825; *ders.*, FS *Fleck*, S. 169.

394 Vgl. jetzt §§ 4 und 5 UmwG.

395 Vgl. jetzt § 179a AktG.

396 *Lutter*, Die Rechte der Gesellschafter beim Abschluss fusionsähnlicher Unternehmensverbindungen, S. 22 f. (betr. Verschmelzung) und S. 32 (betr. Vermögensübertragung).

397 *Lutter*, FS *Barz*, S. 199.

398 *Lutter*, FS *Westermann*, S. 347.

399 *Lutter*, FS *Westermann*, S. 347, 359, 364 ff.

400 So der Titel seines Beitrags in der FS *Westermann*.

401 *Timm*, Die Aktiengesellschaft als Konzernspitze, passim; *ders.*, AG 1980, 172.

sei, wie sich daraus keine Rückwirkungen auf die Obergesellschaft und deren Struktur ergäben. Aus einer Gesamtanalogie zu verschiedenen gesetzlichen Kompetenzzuweisungen leitete er ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen für die Fälle der Beteiligungsveräußerung<sup>402</sup> sowie des Beteiligungserwerbs gegen Gewährung von Gesellschaftsrechten<sup>403</sup> ab.

Daneben hielt er es für erforderlich, dem Vorstand zum Ausgleich für den Kompetenzverlust, den die Hauptversammlung infolge der Konzernierung erleide, bestimmte Pflichten aufzuerlegen. Organisatorische Veränderungen im Konzern dürfe dieser nur dann vornehmen, wenn die Anlage in einer neuen und materiell gleichwertigen Beteiligung – einschließlich bestehender Einflussrechte der Obergesellschaft – sichergestellt sei. Außerdem könne sich das dem Vorstand nach § 119 Abs. 2 AktG zustehende Ermessen, in Angelegenheiten der Geschäftsführung die Zustimmung der Hauptversammlung einzuholen, in Extremfällen zu einer entsprechenden Verpflichtung verdichten.<sup>404</sup>

C. Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs

I. Holzmüller

Ihre höchstrichterliche Anerkennung erhielten die ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen mit der Holzmüller-Entscheidung des BGH.<sup>405</sup>

1. Sachverhalt

Stark vereinfacht ging es in der Holzmüller-Entscheidung um die Ausgliederung des sog. Seehafen-Betriebs der J.F. Müller & Sohn AG auf die neugegründete Holzmüller KGaA. Der Seehafen-Betrieb war der mit Abstand bedeutendste Betriebsteil der J.F. Müller & Sohn AG. Die AG hielt 100% der Kommanditaktien an der KGaA sowie das gesamte Stammkapital der

---

402 *Timm*, Die Aktiengesellschaft als Konzernspitze, S. 137 ff., 172 ff., 182 ff.

403 *Timm*, Die Aktiengesellschaft als Konzernspitze, S. 71 ff., 85 f., 103.

404 *Timm*, Die Aktiengesellschaft als Konzernspitze, S. 175 ff.; *ders.*, AG 1980, 172, 184 f.

405 BGH, Urt. v. 25.2.1988 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122 – *Holzmüller*.

persönlich haftenden Gesellschafterin der KGaA, einer GmbH. Die Ausgliederung wurde vom Vorstand der AG durch Einbringung des Seehafen-Betriebs in die KGaA per Einzelrechtsnachfolge vollzogen, ohne die Maßnahme vorab der Hauptversammlung der AG zur Zustimmung vorzulegen. Die Satzung der AG enthielt jedoch eine Konzernklausel.

Der Kläger, einer der Aktionäre der AG, begehrte die Rückübertragung des Seehafen-Betriebs auf die AG. Daneben verfolgte er in Form von Haupt- und Hilfsanträgen verschiedene Feststellungsbegehren.<sup>406</sup> All seine Anträge stützte der Kläger der Sache nach darauf, dass der Vorstand der AG die Ausgliederung nicht hätte vornehmen dürfen, ohne einen ihn dazu ermächtigenden Hauptversammlungsbeschluss einzuholen.<sup>407</sup>

## 2. Kernaussagen der Entscheidung

Der BGH führt aus, dass die Hauptversammlung außerhalb ihrer gesetzlich angeordneten Zuständigkeiten nur dann entscheide, wenn der Vorstand ihr eine Geschäftsführungsmaßnahme zur Entscheidung vorlege. Ob der Vorstand der Hauptversammlung eine Maßnahme zur Beschlussfassung vorlege, stehe nach § 119 Abs. 2 AktG grundsätzlich in seinem Ermessen. Es gebe jedoch

„grundlegende Entscheidungen, die durch die Außenvertretungsmacht des Vorstands, seine gemäß § 82 Abs. 2 AktG begrenzte Geschäftsführungsbefugnis wie auch durch den Wortlaut der Satzung formal noch gedeckt sind, gleichwohl aber so tief in die Mitgliedsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpertes Vermögensinteresse eingreifen, daß der Vorstand vernünftigerweise nicht annehmen kann, er dürfe sie in ausschließlich eigener Verantwortung treffen, ohne die Hauptversammlung zu beteiligen.“<sup>408</sup>

Mache der Vorstand in diesen Fällen nicht von seinem Vorlagerecht Gebrauch, verletze er seine Sorgfaltspflichten. Eine solch grundlegende Entscheidung sei in der Ausgliederung des Seehafen-Betriebs zu erblicken. Denn diese Maßnahme „spielte sich im Kernbereich der Unternehmenstät-

---

406 Siehe zu den Anträgen im Einzelnen BGH, Urt. v. 25.2.1988 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 125 – *Holz Müller*.

407 Die Hintergründe des Falles werden anschaulich aufbereitet von *Fleischer/Heinrich*, in: *Fleischer/Thiessen, Gesellschaftsrechts-Geschichten*, S. 345 ff.

408 BGH, Urt. v. 25.2.1988 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 131 – *Holz Müller*.

tigkeit ab, betraf nach den Feststellungen des Berufungsgerichts den wertvollsten Betriebszweig und änderte die Unternehmensstruktur von Grund auf<sup>409</sup>. Daraus zieht der BGH den Schluss, dass der Vorstand verpflichtet gewesen sei, die beabsichtigte Ausgliederung der Hauptversammlung vorzulegen. Dass die Hauptversammlung der Maßnahme nicht zugestimmt habe, lasse die Vertretungsmacht des Vorstands im Außenverhältnis aber bestehen. Die Ausgliederung sei damit wirksam, obwohl die Hauptversammlung übergangen worden sei.<sup>410</sup>

Zum Rechtsschutz des Aktionärs in einer solchen Situation führt der *Senat* aus, dass grundsätzlich jeder Aktionär einen verbandsrechtlichen Anspruch darauf habe, dass die Gesellschaft seine Mitgliedsrechte achte. Eine Verletzung der Mitgliedsrechte liege vor, wenn der Vorstand die Hauptversammlung von der Mitwirkung in einer Angelegenheit ausschließe, in der sie zur Entscheidung berufen sei. Diesen Anspruch könne jeder einzelne Aktionär klageweise gegen die AG durchsetzen, die sich insoweit das Verhalten des Vorstands zurechnen lassen müsse. Klageziel sei Unterlassung bzw. Wiederherstellung. Im vorliegenden Fall sei der Anspruch auf Wiederherstellung jedoch verwirkt, weil der Kläger zu lange mit der Geltendmachung des Anspruchs zugewartet habe.<sup>411</sup>

Der *Senat* verwirklicht den Rechtsschutz des klagenden Aktionärs sodann dadurch, dass er der AG und ihrem Vorstand für den Umgang mit der Beteiligung an der KGaA bestimmte Pflichten auferlegt.

Zur Begründung verweist der *Senat* auf die – später unter dem Schlagwort *Mediatisierungseffekt* zusammengefassten – Wirkungen der angefochtenen Maßnahme: Durch die Verlagerung eines wesentlichen Teils des Betriebsvermögens auf eine Tochtergesellschaft werde die Rechtsstellung der Aktionäre geschwächt. Die Aktionäre verlören die Möglichkeit, in der Hauptversammlung den Einsatz des in die Tochtergesellschaft ausgelagerten Betriebskapitals, das Risiko seines Verlusts und die Verwendung der mit ihm erwirtschafteten Erträge unmittelbar zu beeinflussen. Denn der Vorstand der AG übe in einer hundertprozentigen Tochtergesellschaft alle Gesellschafterrechte aus. Er könne so insbesondere in der Tochtergesellschaft über die Verwendung des Jahresüberschusses entscheiden, der dort

---

409 BGH, Urt. v. 25.2.1988 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 131 f. – *Holz Müller*.

410 Zum Vorstehenden BGH, Urt. v. 25.2.1988 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 131–133 – *Holz Müller*.

411 Zum Vorstehenden BGH, Urt. v. 25.2.1988 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 133–136 – *Holz Müller*.

mit dem ausgegliederten Betriebskapital erwirtschaftet worden sei. Dazu führt der BGH weiter aus:

„Wichtige Entscheidungen werden auf diese Weise mit dem übertragenen Geschäftsvermögen aus der Ober- in die Tochtergesellschaft verlegt. Darüber hinaus besteht die Gefahr, daß der Vorstand namentlich durch Unternehmensverträge mit einem Dritten oder durch Aufnahme fremder Gesellschafter, etwa im Wege einer Kapitalerhöhung, die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre in der Obergesellschaft vollends aushöhlt; damit können zugleich (wie z.B. bei einem zu niedrigen Ausgabekurs für neue Aktien) konkrete Vermögensverluste verbunden sein [...].“<sup>412</sup>

Aufgrund dieser Gefahren müsse die Hauptversammlung der Obergesellschaft an allen grundlegenden, für die Rechtsstellung der Aktionäre der Obergesellschaft bedeutenden Entscheidungen in der Tochtergesellschaft in der gleichen Weise beteiligt werden, wie wenn es sich um eine Entscheidung in der Obergesellschaft selbst handeln würde.

Welche Entscheidungen das im Einzelnen sind, ließ der *Senat* offen. Allerdings stellte er klar, dass nicht jeder Beschluss, der in der Tochtergesellschaft mit qualifizierter Kapitalmehrheit gefasst werden müsse, auch eine grundlegende Entscheidung darstelle, an der die Hauptversammlung der Obergesellschaft beteiligt werden müsse. Ein Kapitalerhebungsbeschluss in der Tochtergesellschaft sei aber stets eine Entscheidung, an der die Hauptversammlung der Obergesellschaft zu beteiligen sei, und zwar unabhängig davon, ob der Vorstand gedenke, in der Tochtergesellschaft das Bezugsrecht der AG voll auszuüben. Denn auch bei voller Ausübung des Bezugsrechts gehe den Aktionären die Möglichkeit verloren, der AG neues Kapital, auf das sie wiederum unmittelbaren Einfluss hätten, zuzuführen. Stattdessen müsse die AG weitere Betriebsmittel der AG in die Tochtergesellschaft einlegen. Dadurch vertiefe sich die Verschiebung der unternehmerischen Tätigkeit von der Obergesellschaft auf die Tochtergesellschaft sogar noch weiter.<sup>413</sup> Offen ließ der *Senat*, ob sich diese Vorlagepflicht an die Hauptversammlung der Obergesellschaft erübrige, wenn diese der Ausgliederung vorab zugestimmt habe oder sie nachträglich genehmige.<sup>414</sup>

---

412 BGH, Urt. v. 25.2.1988 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 137 – *Holz Müller*.

413 Zum Vorstehenden BGH, Urt. v. 25.2.1988 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 136–144 – *Holz Müller*.

414 BGH, Urt. v. 25.2.1988 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 140 – *Holz Müller*.



### 3. Reaktionen

Der *Senat* erntete mit seiner Entscheidung zunächst nahezu einhellige – und zum Teil polemische<sup>415</sup> – Kritik.<sup>416</sup>

In grundsätzlicher Hinsicht wurde kritisiert, dass er – entgegen einer von einem seiner Mitglieder später geäußerten Selbstwahrnehmung<sup>417</sup> – im ersten Leitsatz der Entscheidung ohne Not allgemeine Rechtsätze aufgestellt habe, anstatt sich auf die Entscheidung des Einzelfalls zu beschränken und das Recht vorsichtig weiterzuentwickeln.<sup>418</sup> Die weit gefassten Aussagen des *Senats* führten die Praxis in eine „Wüste der Rechtsunsicherheit“,<sup>419</sup> weil man nicht wisse, welche Maßnahmen von der Holzmüller-Rechtsprechung erfasst seien und welche nicht.<sup>420</sup> Mit ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen könne die Praxis nicht leben;<sup>421</sup> sie führten zu einer unerwünschten Lähmung der unternehmerischen Aktivitäten.<sup>422</sup> Eine weitere Quelle der Rechtsunsicherheit bestehe darin, dass der *Senat* offengelassen habe, in welchem Verhältnis die Hauptversamm-

---

415 *Beusch*, FS Werner, S. 1, 21: Der Senat habe sich „beim Blick in den Himmel von Wunschbildern modischer basisdemokratischer Vorstellungen gegenüber dem vom Gesetzgeber verfaßten Zuständigkeitsordnungen in die Irre leiten lassen“; *Heinsius*, ZGR 1984, 383, 411 zeichnet ein Bild vom BGH als Elefanten im kompetenzrechtlichen Porzellanladen.

416 *Götz*, AG 1984, 85; *Heinsius*, ZGR 1984, 383; *Martens*, ZHR 147 (1983), 377; *Semler*, BB 1983, 1566, 1570 ff.; *Sünner*, AG 1983, 169; *Werner*, ZHR 147 (1983), 429; *Westermann*, ZGR 1984, 352; Kritik nicht im Ergebnis aber an der Begründung bei *Wiedemann*, Die Unternehmensgruppe im Privatrecht, S. 50 ff.; vorsichtige Kritik auch bei *Rehbinder*, ZGR 1983, 92; zustimmend hingegen *Lutter*, FS Stimpel, S. 825, 854: „Die Villa Holzmüller ist also wohl gegründet und lege artis errichtet; es gibt keinen Grund, sie wieder abzureißen.“

417 So hebt *Fleck* – der Berichterstatter in der Holzmüller-Entscheidung – hervor, dass es sich zuvörderst um eine Entscheidung des konkreten Einzelfalls handele und sich der *Senat* vorsichtig an die ihm vorschwebende Lösung herangetastet habe, vgl. *Fleck*, in: Lindenmaier/Möhring, Nachschlagewerk des Bundesgerichtshofs, Nr. 1 zu § 118 AktG, Bl. 764.

418 *Heinsius*, ZGR 1984, 383, 390; *Martens*, ZHR 147 (1983), 377, 381 und 405; *Rehbinder*, ZGR 1983, 92, 95; *Werner*, ZHR 147 (1983), 429, 433.

419 *Heinsius*, ZGR 1984, 383, 388.

420 *Götz*, AG 1984, 85; *Heinsius*, ZGR 1984, 383, 391 ff. und 397 f.; *Martens*, ZHR 147 (1983), 377, 380 f.; *Rehbinder*, ZGR 1983, 92, 99 und 108; *Sünner*, AG 1983, 169, 170; *Werner*, ZHR 147 (1983), 429, 433 f.; *Westermann*, ZGR 1984, 352, 363 und 366; *Wiedemann*, Die Unternehmensgruppe im Privatrecht, S. 52.

421 *Heinsius*, ZGR 1984, 383, 399.

422 *Werner*, ZHR 147 (1983), 429, 436 f.

lungskompetenz bei der Ausgliederung des Betriebs zu einer Hauptversammlungskompetenz für Strukturmaßnahmen in der ausgegliederten Gesellschaft stehe.<sup>423</sup>

In methodischer und dogmatischer Hinsicht wurde die Anknüpfung der Hauptversammlungskompetenz an § 119 Abs. 2 AktG kritisiert. Die Ableitung einer Vorlagepflicht aus § 119 Abs. 2 AktG stelle den Grundsatz der Eigenverantwortlichkeit des Vorstands in Frage und bringe eine gefährliche Unwucht in das aktienrechtliche Kompetenzgefüge.<sup>424</sup> Die Vorschrift solle gerade keine Pflicht des Vorstands begründen, sondern stehe – was dem *Senat* allerdings bewusst war<sup>425</sup> – in einem systematischen Zusammenhang mit dem Haftungsprivileg des Vorstands aus § 93 Abs. 4 Satz 1 AktG; sie habe damit keinen aktionärsschützenden Charakter.<sup>426</sup> Abgesehen davon könne die Verankerung in § 119 Abs. 2 AktG auch deshalb nicht überzeugen, weil diese Norm lediglich Maßnahmen der Geschäftsführung betreffe, während der *Senat* die Hauptversammlungskompetenz für die Ausgliederung gerade darauf gestützt habe, dass es sich dabei um eine Strukturmaßnahme handele. Angesichts der Dichotomie zwischen Geschäftsführungsmaßnahmen und Strukturmaßnahmen sei es widersprüchlich, die Ausgliederung einerseits als Strukturmaßnahme einzuordnen, andererseits zur normativen Anknüpfung der Hauptversammlungskompetenz aber eine Norm heranzuziehen, die Geschäftsführungsmaßnahmen betreffe.<sup>427</sup> Überzeugender sei es, eine Teil- oder Gesamtanalogie zu anderen, im Aktiengesetz ausdrücklich geregelten Strukturmaßnahmen zu ziehen<sup>428</sup> oder einen aus diesen abgeleiteten allgemeinen Rechtsgedanken fruchtbar zu machen.<sup>429</sup>

Trotz dieser Kritik wendeten die Instanzgerichte die Holz Müller-Grundsätze in der Folgezeit an.<sup>430</sup> Ungeachtet des vom BGH herausgestellten Ausnahmecharakters der ungeschriebenen Hauptversammlungskompe-

---

423 *Martens*, ZHR 147 (1983), 377, 425; *Sünner*, AG 1983, 169, 172; vgl. auch *Götz*, AG 1984, 85, 92; wohl ebenfalls kritisch *Rebbinder*, ZGR 1983, 92, 102.

424 *Martens*, ZHR 147 (1983), 377, 385 ff.; *Rebbinder*, ZGR 1983, 92, 99; *Werner*, ZHR 147 (1983), 429, 437 ff.; *Westermann*, ZGR 1984, 352, 365 f.

425 BGH, Urt. v. 25.2.1988 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 131 – *Holz Müller*.

426 *Martens*, ZHR 147 (1983), 377, 383.

427 *Wiedemann*, Die Unternehmensgruppe im Privatrecht, S. 52.

428 *Wiedemann*, Die Unternehmensgruppe im Privatrecht, S. 54.

429 *Rebbinder*, ZGR 1983, 92, 98.

430 Vgl. nur: LG Stuttgart, Urt. v. 8.11.1991 – 2 KfH O 135/91, AG 1992, 236; OLG Köln, Urt. v. 24.11.1992 – 22 U 72/92, AG 1993, 86 – *Winterthur/Nordstern*; LG Frankfurt, Urt. v. 10.3.1993 – 3/14 O 25/92, AG 1993, 287 – *Hornblower Fischer*; OLG München, Urt. v. 10.11.1994 – 24 U 1036/93, AG 1995, 232 – *EKATIT Rü-*

tenz wurde diese in einer nicht ganz geringen Zahl von Fällen angenommen: so bei Einbringung des einzigen wichtigen Vermögensgegenstands in eine Tochtergesellschaft,<sup>431</sup> bei Veräußerung des Vermögens einer wichtigen Tochtergesellschaft,<sup>432</sup> bei Veräußerung des gesamten Vermögens einer eingegliederten Gesellschaft, bei der es sich um die einzige Beteiligung handelte,<sup>433</sup> bei Auflösung eines Konzerns durch Verkauf aller wesentlichen Beteiligungen,<sup>434</sup> bei Veräußerung der Mehrheitsbeteiligung an einem anderen Unternehmen<sup>435</sup> sowie bei Erwerb oder Veräußerung einer Konzernbeteiligung, die den Kernbereich der Unternehmenstätigkeit betraf und die Unternehmensstruktur grundlegend veränderte.<sup>436</sup> Darüber hinaus wurde aus den Grundsätzen des Holzmüller-Urteils die Nichtigkeit von Satzungsänderungen abgeleitet, die den Vorstand zu grundlegenden Eingriffen in die Struktur der Gesellschaft ermächtigen<sup>437</sup> oder es ihm erlauben sollten, weitere Niederlassungen oder sogar den ganzen Betrieb auszugliedern.<sup>438</sup> Schließlich wurde für eine nach den Holzmüller-Grundsätzen erforderliche Beschlussfassung der Hauptversammlung eine qualifizierte Mehrheit von 75% des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals für erforderlich gehalten.<sup>439</sup>

In dem Maße, in dem die Holzmüller-Grundsätze die Rechtswirklichkeit bestimmten, ebte die Grundsatzkritik an der Anerkennung unge-

---

*dinger*; LG Frankfurt, Urt. v. 29.7.1997 – 3/5 O 162/95, AG 1998, 45 – *Altana/Milupa*; LG Düsseldorf, Urt. v. 13.2.1997 – 31 O 133/96, AG 1999, 94 – *Neusser Öl und Fett*; LG Heidelberg, Urt. v. 1.12.1998 – O 95/98 KfH I, AG 1999, 135 – *MLP*; LG Düsseldorf, Beschl. v. 14.12.1999 – 10 O 495/99 Q, AG 2000, 233; LG Frankfurt, Urt. v. 12.12.2000 – 3/5 O 149/99, AG 2001, 431 – *AGIV*; OLG Celle, Urt. v. 7.3.2001 – 9 U 137/00, AG 2001, 357 – *Allied Signal/Riedel de Haen*; OLG Stuttgart, Urt. v. 13.6.2001 – 20 U 75/00, AG 2001, 540; LG Duisburg, Beschl. v. 29.5.2002 – 21 O 106/02, DB 2003, 441; OLG Düsseldorf, Urt. v. 18.7.2002 – I-6 U 170/01, juris; LG Hamburg, Urt. v. 27.2.2003 – 409 O 163/02, juris; LG Duisburg, Beschl. v. 21.8.2003 – 21 T 6/02, AG 2004, 159.

431 OLG München, Urt. v. 10.11.1994 – 24 U 1036/93, AG 1995, 232 – *EKATIT Rüdinger*.

432 LG Frankfurt, Urt. v. 29.7.1997 – 3/5 O 162/95, AG 1998, 45 – *Altana/Milupa*.

433 OLG Celle, Urt. v. 7.3.2001 – 9 U 137/00, AG 2001, 357 – *Allied Signal/Riedel de Haen*.

434 LG Frankfurt, Urt. v. 12.12.2000 – 3/5 O 149/99, AG 2001, 431 – *AGIV*.

435 LG Duisburg, Beschl. v. 29.5.2002 – 21 O 106/02, DB 2003, 441.

436 LG Duisburg, Beschl. v. 21.8.2003 – 21 T 6/02, AG 2004, 159.

437 LG Stuttgart, Urt. v. 8.11.1991 – 2 KfH O 135/91, AG 1992, 236.

438 LG Frankfurt, Urt. v. 10.3.1993 – 3/14 O 25/92, AG 1993, 287 – *Hornblower Fischer*.

439 LG Hamburg, Urt. v. 27.2.2003 – 409 O 163/02, juris.

schriebener Hauptversammlungskompetenzen ab.<sup>440</sup> Stattdessen richtete sich die Aufmerksamkeit auf die Präzisierung ihrer Voraussetzungen im Einzelnen.<sup>441</sup>

Dabei etablierte sich die Unterscheidung zwischen einem qualitativen und einem quantitativen Kriterium der Holz Müller-Rechtsprechung. Unter dem Gesichtspunkt des qualitativen Kriteriums wurde diskutiert, welche Art von Maßnahmen neben der Ausgliederung der Art nach von der Holz Müller-Rechtsprechung erfasst werden. Unter dem Gesichtspunkt des quantitativen Kriteriums bemühte man sich um die Bestimmung eines Schwellenwerts, den eine das qualitative Kriterium erfüllende Maßnahme überschreiten muss, damit eine Hauptversammlungskompetenz ausgelöst wird.<sup>442</sup>

Zudem wurde die Holz Müller-Entscheidung nicht mehr ausschließlich in dem konzernrechtlichen Kontext diskutiert, in dem sie ergangen war, sondern die ihr zugrunde liegende Problematik verstärkt als allgemeines aktienrechtliches Kompetenzproblem<sup>443</sup> begriffen.<sup>444</sup>

---

440 Treffend *Goj*, Ungeschriebenes Hauptversammlungserfordernis beim Beteiligungserwerb?, S. 68.

441 *Goj*, Ungeschriebenes Hauptversammlungserfordernis beim Beteiligungserwerb?, S. 68 ff.; zur Diskussion um die dogmatische Grundlage z.B.: *Hüffer*, FS Ulmer, S. 279, 284; *Lutter/Leinekugel*, ZIP 1998, 805, 806; *Priester*, ZHR 163 (1999), 187 195; *Zimmermann/Pentz*, FS Müller, S. 151, 165; zur Diskussion um die Bestimmung des quantitativen Kriteriums z.B.: *Kubis*, in: MünchKommAktG, 2. Aufl. 2004, § 119 Rn. 47; *Groß*, AG 1994, 266, 272; *Ebenroth*, AG 1988, 1, 5; *Rosengarten*, Liber Amicorum Buxbaum, S. 445, 455 f.; *Henze*, FS Ulmer, S. 211, 223; *Hirte*, Bezugsrechtsausschluss und Konzernbildung, S. 100 f.; *Hüffer*, FS Ulmer, S. 279, 295; *Lutter*, AG 2000, 342; *Liebscher*, Konzernbildungskontrolle, S. 89 ff.; *Seydel*, Konzernbildungskontrolle bei der Aktiengesellschaft, S. 431 ff.; *Veil*, ZIP 1998, 361; ferner die in Fußnote 430 zitierte Rechtsprechung; zur Diskussion um die Informationsrechte der Aktionäre bei einem „Holz Müller-Beschluss“ z.B.: *Hüffer*, FS Ulmer, S. 279, 297 ff.; *Kubis*, in: MünchKommAktG, 2. Aufl. 2004, § 119 Rn. 38.

442 Mit dieser Unterscheidung zum Beispiel *Weißhaupt*, NZG 1999, 804; später auch *Fuhrmann*, AG 2004, 339, 340; *Götze*, NZG 2004, 585, 587; ferner OLG Düsseldorf, Urt. v. 18.7.2002 – I-6 U 170/01, Rn. 115 ff., juris.

443 Vgl. insbesondere *Hommelhoff*, ZHR 151 (1987), 493, 506 f.; *Joost*, ZHR 163 (1999), 164, 172; *Weißhaupt*, NZG 1999, 804 („Instrument[s] aktienrechtlicher Zuständigkeitsordnung“).

444 *Goj*, Ungeschriebenes Hauptversammlungserfordernis beim Beteiligungserwerb?, S. 69.

## II. Macrotron

Der BGH selbst kam erst zwanzig Jahre später in seinem Macrotron-Urteil<sup>445</sup> auf die Holzmüller-Entscheidung zurück.

### 1. Sachverhalt

Dem Urteil lag ein Fall des *Delisting* zugrunde. Die Stamm- und Vorzugsaktien der beklagten AG waren an zwei deutschen Börsen zur amtlichen Notierung zugelassen. Fast alle Stamm- und Vorzugsaktien waren in den Händen eines Großaktionärs, weshalb die Aktien der Beklagten nur noch in geringem Umfang gehandelt wurden. Die Hauptversammlung der beklagten AG fasste den Beschluss, den Vorstand zu ermächtigen, einen Antrag auf Widerruf der Zulassung der Aktien bei beiden Börsen zu stellen. Dieser Beschluss wurde von den Klägern angefochten.<sup>446</sup>

### 2. Kernaussagen der Entscheidung

In Übereinstimmung mit der Vorinstanz ging der *II. Zivilsenat* des BGH davon aus, dass das reguläre *Delisting* eines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfe. Anders als das Berufungsgericht<sup>447</sup> leitete er dies aber nicht aus den Grundsätzen des Holzmüller-Urteils, sondern aus der Erwägung ab, dass der Verkehrswert der Aktie und die durch die Börsennotierung gewährleistete Möglichkeit, sie jederzeit zu veräußern, Eigenschaften des Aktieneigentums seien und deshalb verfassungsrechtlichen Schutz genössen. Dieser Schutz sei auch im Verhältnis zwischen Aktionär und Gesellschaft zu berücksichtigen. Die Verwirklichung dieses Schutzes obliege der Hauptversammlung. Diese – und nicht der Vorstand – habe darüber zu entscheiden, ob ein *Delisting* durchgeführt werden solle.<sup>448</sup> Der Schutz der Minderheitsaktionäre gebiete es ferner, dass diese im Rahmen des *Delisting* die Möglichkeit hätten, gegen Ersatz des vollen Wertes ihrer Beteiligung aus der Gesellschaft auszuschneiden. Den außenstehenden Aktionären sei daher vom Hauptaktionär oder der Gesellschaft selbst ein Abfindungsan-

---

445 BGH, Urt. v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47 – *Macrotron*.

446 BGH, Urt. v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 48 f. – *Macrotron*.

447 OLG München, Urt. v. 14.2.2001 – 7 U 6019/99, AG 2001, 364, 365.

448 BGH, Urt. v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 54 f. – *Macrotron*.

gebot zu unterbreiten, dessen Höhe im Spruchverfahren überprüfbar sei.<sup>449</sup>

Die Ableitung dieses Ergebnisses aus den Holz Müller-Grundsätzen lehnte der II. *Zivilsenat* in einem Halbsatz mit der Begründung ab, dass beim *Delisting* „die mitgliedschaftliche Stellung des Aktionärs [nicht] durch Mediatisierung seiner Mitwirkungsrechte geschwächt [werde] (BGHZ 83, 129, 136 ff. – Holz Müller)“.<sup>450</sup>

### 3. Reaktionen

Der lapidare Hinweis des *Senats*, dass die Holz Müller-Grundsätze wegen der fehlenden Mediatisierung der Mitwirkungsrechte der Aktionäre auf das *Delisting* keine Anwendung finden könnten, stieß in der Literatur zum Teil auf Unverständnis, weil es im Holz Müller-Urteil nicht allein um den konzernrechtlichen Aspekt einer Ausgliederung mit strukturändernder Wirkung, sondern allgemein um die Frage gegangen sei, welche Maßnahmen der Verwaltung so tief in die mitgliedschaftsrechtliche Stellung des Aktionärs eingriffen, dass sie eine Beteiligung der Hauptversammlung erforderten. Wenn man – wie der *Senat* dies getan habe – die Verkehrsfähigkeit der Aktie dem Eigentumsschutz unterstelle, könne dazu auch die Behinderung der Umlauffähigkeit der Aktien durch ein *Delisting* gehören.<sup>451</sup> Es wurde allerdings auch die Gegenauffassung vertreten: Das einzige, was der Aktionär durch das *Delisting* verliere, sei die Erwartung, seinen Anteil über einen organisierten, staatlicher Kontrolle unterworfenen Markt veräußern zu können. Eine Beeinträchtigung seiner Rechtsstellung sei damit weder im verbands- noch im vermögensrechtlichen Sinne verbunden, blieben die ihm inner- und außerhalb der Hauptversammlung zustehenden Mitwirkungsrechte doch ebenso unberührt wie sein Anteil am Gewinn oder Liquidationserlös und sein Bezugsrecht.<sup>452</sup>

Einigkeit bestand indes darüber, dass sich die Pflicht zu einem im Spruchverfahren überprüfbareren Barabfindungsangebot aus den Grundsätzen des Holz Müller-Urteils nicht hätte herleiten lassen.<sup>453</sup> Während dieses zum Ausbau des negatorischen Rechtsschutzes gegen strukturändernde

---

449 BGH, Urt. v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 56 ff. – *Macrotron*.

450 BGH, Urt. v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 54 – *Macrotron*.

451 *Ekkenga*, ZGR 2003, 878, 887 ff.

452 *Adolff/Tieves*, BB 2003, 797, 798.

453 *Ekkenga*, ZGR 2003, 878, 889; *Weißhaupt*, AG 2004, 585, 589.

Maßnahmen bestimmt sei, bediene sich das Macrotron-Urteil des Prinzips „Dulde und liquidiere“.<sup>454</sup>

### III. Gelatine

Mit den Gelatine-Entscheidungen<sup>455</sup> hatte der BGH im Jahre 2004 Gelegenheit, die Holzmüller-Grundsätze fortzuentwickeln und genauer zu konturieren.

#### 1. Sachverhalt

Beide Fälle betrafen die Umstrukturierung des Beteiligungsbesitzes einer AG, deren Geschäftsfeld die Herstellung und der Vertrieb von Gelatine und deren Nebenprodukten war. Die AG war auf diesem Gebiet selbst operativ tätig, verfolgte ihr Unternehmensziel aufgrund einer entsprechenden Konzernklausel aber auch über verschiedene andere Gesellschaften, an denen sie beteiligt war.

Im Fall Gelatine I ging es um die Beteiligungen an zwei ausländischen Kapitalgesellschaften, an denen die AG jeweils 100% der Geschäftsanteile hielt und von denen eine zuletzt 22,24% zum Konzernergebnis beigetragen hatte. Diese Beteiligungen wurden vom Vorstand – ohne Mitwirkung der Hauptversammlung – auf dem Wege einer Sachkapitalerhöhung in eine inländische GmbH eingebracht, deren Geschäftsanteile ebenfalls zu 100% von der AG gehalten wurden. Im Hinblick auf eine dagegen erhobene Klage legte der Vorstand diese Maßnahmen nachträglich der Hauptversammlung zur Abstimmung vor, die sie mit einer Mehrheit von weniger als drei Vierteln des Grundkapitals genehmigte.

Im Fall Gelatine II ging es um eine GmbH & Co. KG, an der die AG ebenso wie an deren Komplementär-GmbH zu 49% beteiligt war, mit der eine enge wirtschaftliche Verflechtung bestand und deren Anteil am Gesamtkonzern gemessen an verschiedenen Kennzahlen (Bilanzsumme, Umsätze, Mitarbeiterzahl) zwischen 31% und 55% betrug. Auf Vorschlag des Vorstands wurde dieser von der Hauptversammlung dazu ermächtigt, die Beteiligungen an der KG und deren Komplementär-GmbH in eine der von

---

454 *Ekkenga*, ZGR 2003, 878, 889.

455 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30 – *Gelatine I*; BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 154/02, ZIP 2004, 1001 – *Gelatine II*.

ihr zu 100% gehaltenen Tochtergesellschaften einzubringen. Auch dieser Beschluss wurde mit einer Mehrheit von weniger als drei Vierteln des Grundkapitals gefasst.

Beide Beschlüsse wurden von den Klägern mit der Begründung angefochten, die Genehmigung der getroffenen Maßnahmen bzw. die Ermächtigung zu der beabsichtigten Maßnahme sei nicht mit der erforderlichen Mehrheit erfolgt.<sup>456</sup>

## 2. Kernaussagen der Entscheidung

Der *Senat* äußert sich zunächst zu dem von ihm sogenannten Schutzzweck<sup>457</sup> der Holz Müller-Rechtsprechung und stellt dabei klar, dass diese nicht aus dem Konzept einer konzernspezifischen Binnenordnung abgeleitet sei, wie sie vor allem *Lutter* vorschwebe.<sup>458</sup> Zwar führe die ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz nach den Holz Müller-Grundsätzen *de facto* zu einem verstärkten Einfluss der Aktionäre auf Maßnahmen der Konzernbildung und Konzernleitung, was im Ergebnis mit den *Lutterschen* Vorstellungen einer konzernspezifischen Binnenordnung übereinstimme. Die Holz Müller-Rechtsprechung sei konzeptionell aber nicht auf die Fälle der Konzernbildung und -leitung zugeschnitten. Es sei daher ein reiner Rechtsreflex, dass sie zu ähnlichen Ergebnissen führe wie *Lutters* Modell.<sup>459</sup>

Die Hauptversammlungskompetenz solle vielmehr

„der besonderen Fallgestaltung Rechnung tragen, daß das Handeln des Vorstandes zwar durch seine Vertretungsmacht, den Wortlaut der Satzung und die nach § 82 Abs. 2 AktG im Innenverhältnis begrenzte Geschäftsführungsbefugnis formal noch gedeckt ist, die Maßnahmen aber ‚so tief in die Mitgliedsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpert Vermögeninteresse eingreifen‘ (vgl. BGHZ 83,

---

456 Obwohl die Beschlussfassung über beide Maßnahmen in derselben Hauptversammlung erfolgt war, wurden von den Klägern separate Anfechtungsklagen erhoben, so dass zwei Urteile ergingen. Da diese in weiten Teilen wörtlich übereinstimmen, wird bei der Wiedergabe der grundsätzlichen Aussagen im Folgenden nur auf das amtlich veröffentlichte Urteil im Fall *Gelatine I* Bezug genommen.

457 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 38 – *Gelatine I*.

458 Das wurde nach der Holz Müller-Entscheidung jedoch zum Teil angenommen, vgl. etwa *Heinsius*, ZGR 1984, 383, 393 f. und 398.

459 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 39 – *Gelatine I*.



122, 131), daß diese Auswirkungen an die Notwendigkeit einer Satzungsänderung heranreichen“.<sup>460</sup>

Eine solche Fallgestaltung sei insbesondere bei Maßnahmen gegeben, von denen ein Mediatisierungseffekt ausgehe. Zugleich sollten die Anteilseigner durch die ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz davor geschützt werden, dass der Wert ihrer Beteiligung durch grundlegende Entscheidungen des Vorstands nachhaltig geschwächt werde.

Ein Mediatisierungseffekt liege nicht nur bei der Ausgliederung von Vermögen der AG in eine Tochtergesellschaft vor, sondern trete auch dann ein, wenn – wie im entschiedenen Fall – eine schon bestehende Beteiligung auf eine tiefere Konzernstufe verschoben werde. Denn mit der Einfügung einer weiteren hierarchischen Ebene sei eine weitere Machtverschiebung zu Lasten der Aktionäre der Muttergesellschaft verbunden. Der *Senat* stellt dabei aber ausdrücklich klar, dass der zugrundeliegende Fall keine abschließende Stellungnahme zu der Frage erfordere, in welchen Fällen der Vorstand unter dem Gesichtspunkt des tiefgreifenden Eingriffs in die Rechte der Aktionäre verpflichtet sei, eine Maßnahme der Hauptversammlung vorzulegen.<sup>461</sup>

Der *Senat* bezieht ferner Stellung zur dogmatischen Grundlage der ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz, die er im Holz Müller-Urteil aus der Reduktion des dem Vorstand bei der Vorlage nach § 119 Abs. 2 AktG zustehenden Ermessens abgeleitet hatte. Mit Blick auf die daran in

---

460 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 40 – *Gelatine I*.

461 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 40 f. und 47 – *Gelatine I*. Dieser nicht abschließende Charakter der Entscheidung wird vom damaligen Vorsitzenden des II. Zivilsenats in der nachfolgenden Diskussion vor allem vor dem Hintergrund reiner Erwerbs- und Veräußerungsvorgänge relativiert; vgl. *Röbricht*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2004, S. 1, 10: Der Senat habe „fallbedingt und aus Gründen richterlicher Vorsorge und Zurückhaltung von einer abschließenden Festlegung der [...] Fallgruppen abgesehen“, er stehe aber „der Anwendung von ‚Holzmüller-Grundsätzen‘ auf schlichte Erwerbs- und Veräußerungsakte mit größter Skepsis gegenüber“. Der spätere Senatsvorsitzende *Goette*, der als Beisitzer ebenfalls an den *Gelatine*-Entscheidungen beteiligt war, betont einerseits zwar ausdrücklich den nicht abschließenden Charakter der *Gelatine*-Entscheidungen (vgl. *Goette*, AG 2006, 522, 525: „Keine Festlegung hat der Senat dahingehend getroffen, dass ausschließlich die Mediatisierung der [sic] rechtfertigende Grund für die exceptionelle Mitwirkungsbefugnis der Hauptversammlung darstellt.“), weist andererseits aber auch darauf hin, dass nach den *bisherigen* Entscheidungen nur Maßnahmen mit Mediatisierungseffekt in Betracht kämen (vgl. *Goette*, AG 2006, 522, 527).

der Literatur geübte Kritik<sup>462</sup> räumte er ein, dass der Gesetzgeber mit § 119 Abs. 2 AktG keine auch nur indirekte Verpflichtung des Vorstands habe begründen wollen, die Hauptversammlung über die gesetzlich geregelten Fälle hinaus an der Geschäftsführung zu beteiligen. Bei dieser Kritik werde aber nicht immer hinreichend berücksichtigt, dass die Anlehnung an § 119 Abs. 2 AktG vor allem habe zum Ausdruck bringen sollen, dass die Vorlagepflicht lediglich intern bestehe und eine unterbliebene Mitwirkung der Hauptversammlung keine Konsequenzen für die Außenwirksamkeit der vom Vorstand vorgenommenen Maßnahme habe. Die in der Literatur vorgeschlagene Analogie zu allen oder einzelnen aktienrechtlichen Vorschriften, die die Mitwirkung der Hauptversammlung bei bestimmten Maßnahmen anordneten, möge zwar auf der tatbestandlichen Seite eher geeignet sein, die in Betracht kommenden Fälle einer ungeschriebenen Hauptversammlungszuständigkeit festzulegen. Sie sehe sich aber dem Einwand ausgesetzt, dass die gesetzlich geregelten Fälle von der Rechtsfolge her nicht passten, weil sie dem Vorstand nicht nur die Geschäftsführungsbefugnis nähmen, sondern die von ihm getroffenen Maßnahmen wegen fehlender Vertretungsmacht als nichtig behandelten. Aus der damit beschriebenen dogmatischen Zwickmühle, dass § 119 Abs. 2 AktG zwar hinsichtlich der Rechtsfolge, nicht aber hinsichtlich des Tatbestands und die Analogie zu allen oder einzelnen gesetzlich geregelten Hauptversammlungszuständigkeiten zwar hinsichtlich des Tatbestands, nicht aber hinsichtlich der Rechtsfolge passt, befreit sich der *Senat*, indem er die

„zutreffenden Elemente beider Ansätze, nämlich die bloß das Innenverhältnis betreffende Wirkung einerseits und die Orientierung der in Betracht kommenden Fallgestaltungen an den gesetzlich festgelegten Mitwirkungsbefugnissen auf der anderen Seite [aufnimmt] und diese besondere Zuständigkeit der Hauptversammlung als Ergebnis einer offenen Rechtsfortbildung [ansieht]“.<sup>463</sup>

Allerdings könne nach dem Schutzzweck der ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz nicht jede Maßnahme, die die Rechte der Aktionäre beeinträchtige, ein Mitwirkungsrecht der Hauptversammlung auslösen. Das Recht und die Pflicht zur eigenverantwortlichen, an objektiven Sorgfaltsmaßstäben orientierten Geschäftsführung habe das Aktiengesetz allein dem Vorstand zugewiesen, während der Hauptversammlung, von den ge-

---

462 Siehe oben S. 118 ff.

463 Zum Vorstehenden BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 42 f. – *Gelatine I*.

setzlich geregelten Fällen abgesehen, die Mitwirkung an und die Einflussnahme auf Geschäftsführungsmaßnahmen versagt sei. Dies sei Ausdruck der Erkenntnis, dass die Hauptversammlung „in Anbetracht ihrer inhomogenen, dem Zufall ausgelieferten Zusammensetzung und ihrer Ferne zu den jeweils zu treffenden Geschäftsführungsmaßnahmen ihrer ganzen Struktur nach für die Mitwirkung an der Leitung einer Aktiengesellschaft ungeeignet“<sup>464</sup> sei. Zudem sei zu bedenken, dass eine zu enge Bindung an jeweils einzuholende Entschlüsse der nicht ständig präsenten, sondern regelmäßig nur mit erheblichem Aufwand an Zeit und Kosten einzuuberufenden Hauptversammlung gänzlich unpraktikabel sei und eine Lähmung der Gesellschaft zur Folge hätte.

Danach könne eine im Gesetz nicht ausdrücklich vorgesehene Mitwirkung der Hauptversammlung an Geschäftsführungsmaßnahmen des Vorstands nur in engen Grenzen, nämlich dann in Betracht kommen, wenn diese „an die Kernkompetenz der Hauptversammlung, über die Verfassung der Gesellschaft zu bestimmen, rühren und in ihren Auswirkungen einem Zustand nahezu entsprechen, der allein durch eine Satzungsänderung herbeigeführt werden kann“.<sup>465</sup> Die Überschreitung der im Schrifttum in diesem Zusammenhang genannten und auf unterschiedliche Parameter bezogenen Schwellenwerte zwischen 10% und 50% könne danach nicht ausreichen. Die zur Durchbrechung der vom Gesetz vorgesehenen Kompetenz- und Arbeitsteilung führenden Voraussetzungen seien vielmehr regelmäßig erst dann erfüllt, wenn der Bereich, auf den sich die Maßnahme erstrecke, in seiner Bedeutung für die Gesellschaft die Ausmaße der Ausgliederung in dem Holz Müller-Fall erreiche.<sup>466</sup>

In den Ausnahmefällen, in denen danach die Zustimmung der Hauptversammlung für eine Geschäftsführungsmaßnahme einzuholen sei, bedürfe diese einer statutarisch nicht herabsetzbaren Mehrheit von drei Vierteln des vertretenen Grundkapitals, wie sie der Gesetzgeber auch für andere nicht die Verfassung, sondern Geschäftsführungsmaßnahmen im weiteren Sinne betreffende Maßnahmen – etwa für den Abschluss von Unternehmensverträgen oder für die inhaltlich verwandten Umstrukturierungen nach dem Umwandlungsgesetz – bestimmt habe. Eine allgemeine

---

464 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 44 f. – *Gelatine I*.

465 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 44 f. – *Gelatine I*.

466 Zum Vorstehenden BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 44 f. – *Gelatine I*.

Konzernklausel lasse die Hauptversammlungskompetenz nicht entfallen.<sup>467</sup>

Im Ergebnis wurde die Notwendigkeit einer mit einer Mehrheit von mindestens 75% des vertretenen Grundkapitals zu erteilenden Zustimmung der Hauptversammlung zu den Umstrukturierungsmaßnahmen vom BGH aber in beiden Fällen verneint. Mit einem Anteil von maximal 30% an den Kennziffern für Bilanzsumme, Eigenkapital, Umsatz und Ergebnis vor Steuern liege die wirtschaftliche Bedeutung der wichtigeren der beiden Auslandstochtergesellschaften im Fall Gelatine I weit unter der Grenze, die für die Begründung einer ungeschriebenen Hauptversammlungszuständigkeit erforderlich sei. Gleiches gelte im Fall Gelatine II, in dem die Beteiligung an der GmbH & Co. KG zu nicht mehr als einem Viertel zum Konzernergebnis vor Steuern beitrage. Dass die KG und ihre Komplementär-GmbH – etwa wegen der Inhaberschaft von Schutzrechten, von Grundstücken oder Maschinen, auf welche die AG für die Verfolgung ihres Unternehmensgegenstandes angewiesen wäre – eine darüber hinausgehende Schlüsselstellung für die herrschende Gesellschaft habe, habe die Revision nicht aufgezeigt.

### 3. Reaktionen

Die Gelatine-Entscheidungen stießen in der Literatur auf breite Zustimmung.<sup>468</sup> Insbesondere wurde unter dem Gesichtspunkt der Rechtssicherheit die Klarstellung begrüßt, dass über das quantitative Kriterium nicht nur Bagatellfälle ausgeschlossen, sondern ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen auf wirkliche Ausnahmefälle beschränkt werden sollten.<sup>469</sup>

---

467 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 45 f. – *Gelatine I*.

468 Vgl. etwa *Altmeyen*, ZIP 2004, 999; *Arnold*, ZIP 2005, 1573; *Bungert*, BB 2004, 1345, 1347; *Fleischer*, NJW 2004, 2335; *Habersack*, AG 2005, 137; *Liebscher*, ZGR 2005, 1; *Pentz*, BB 2005, 1397, 1403; *Reichert*, AG 2005, 150; umfassende weitere Nachweise bei *Zientek*, Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen bei Unternehmensakquisitionen einer Aktiengesellschaft, S. 109 mit dortiger Fn. 374.

469 *Altmeyen*, ZIP 2004, 999; *Arnold*, ZIP 2005, 1573, 1574 f.; *Bungert*, BB 2004, 1345, 1347; *Fleischer*, NJW 2004, 2335 f.: Mit der Gelatine-Entscheidung „regnet es nun Manna in der Wüste der Rechtsberater“, denn der Senat habe eine klare Auslegungsdirektive für die Holzmüller-Entscheidung ausgegeben: „Reading Holzmüller on its facts!“, *Fuhrmann*, AG 2004, 339, 341; *Götze*, NZG 2004, 585,

In methodischer Hinsicht musste sich der *Senat* jedoch auch weiterhin Kritik gefallen lassen. Die Einordnung der ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz als offene Rechtsfortbildung – so wurde geltend gemacht – könne nicht überzeugen.<sup>470</sup> Dieser Begriff beschreibe nur ein Ergebnis.<sup>471</sup> Worin die materielle Legitimation dieser Rechtsfortbildung liege, gehe daraus nicht hervor.<sup>472</sup> Eine juristisch fundierte Diskussion von Details der ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz sei daher nicht möglich.<sup>473</sup> Vorzugswürdig sei die Herleitung der ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen aus einer Gesamtanalogie zu den gesetzlich normierten Fällen, wie sie bereits im Anschluss an die Holzmüller-Entscheidung vorgeschlagen worden sei.<sup>474</sup> Mit diesem Ansatz sei – anders als vom *Senat* befürchtet<sup>475</sup> – nicht notwendigerweise eine Außenwirkung des Hauptversammlungsbeschlusses verbunden; es sei möglich, eine Teilanalogie zu bilden.<sup>476</sup>

Außerdem wurden Zweifel daran angemeldet, ob der Mediatisierungseffekt, der bei der Verenkellung einer Gesellschaft eintrete, wirklich einen weiteren schwerwiegenden Eingriff in die Rechte der Aktionäre darstellen könne. Der einzig relevante Machtverlust der Aktionäre trete bei der Ausgliederung von zuvor unmittelbar von der AG gehaltenem operativen Vermögen ein.<sup>477</sup>

---

589; Habersack, AG 2005, 137, 149; Liebscher, ZGR 2005, 1, 15; Pentz, BB 2005, 1397, 1403; Reichert, AG 2005, 150, 152.

470 Arnold, ZIP 2005, 1573, 1575; Fleischer, NJW 2004, 2335, 2337; relativierend Götzte, NZG 2004, 585, 587: „nicht so hilflos, wie es zunächst wirken mag“; Koppensteiner, DK 2004, 381, 385 f.; Liebscher, ZGR 2005, 1, 20; zurückhaltend kritisch auch Reichert, AG 2005, 150, 152; bereits vor den Gelatine-Entscheidungen für eine Einordnung als „gesetzesübersteigende Rechtsfortbildung“ hingegen Zimmermann/Pentz, FS Müller, S. 151, 165.

471 Liebscher, ZGR 2005, 1, 22; in diesem Sinne auch Fleischer, NJW 2004, 2335, 2337; Koppensteiner, DK 2004, 381, 385.

472 Fleischer, NJW 2004, 2335, 2337; Liebscher, ZGR 2005, 1, 22 f.

473 Koppensteiner, DK 2004, 381, 385 f.

474 Fleischer, NJW 2004, 2335, 2337; Weißhaupt, AG 2004, 585.

475 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 42 f. – *Gelatine I*.

476 Fleischer, NJW 2004, 2335, 2337; Reichert, AG 2005, 150, 152: Teilanalogie als „nicht gerade eleganter, aber immerhin denkbarer“ Ansatz; Weißhaupt, AG 2004, 585; tendenziell a.A. Götzte, NZG 2004, 585, 587; Pentz, BB 2005, 1397, 1403: Teilanalogie überzeuge nicht, weil etwaige analog heranzuziehende Regelungen auch tatbestandlich nicht passten.

477 Fuhrmann, AG 2004, 339, 341; Götzte, NZG 2004, 585, 589.

In praktischer Hinsicht wurde schließlich die Frage aufgeworfen, welche Informationspflichten vor Holzmüller-Beschlüssen bestünden.<sup>478</sup>

#### IV. Weitere BGH-Entscheidungen

Weitere Revisionsurteile des *II. Zivilsenats* zu ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen sind bis heute nicht ergangen. Es gibt lediglich noch zwei Beschlüsse über die Nichtzulassung der Revision in Sachen Stuttgarter Hofbräu<sup>479</sup> und Commerzbank/Dresdner Bank<sup>480</sup> sowie den im Spruchverfahren ergangenen Frosta-Beschluss.<sup>481</sup>

##### 1. Stuttgarter Hofbräu

Im Fall Stuttgarter Hofbräu ging es um die hälftige Veräußerung der Beteiligung an einer Tochtergesellschaft, in die der operative Betrieb ausgegliedert worden war, gegen Geldleistung.<sup>482</sup> Das Berufungsgericht verneinte das Vorliegen einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz mit der Begründung, dass das quantitative Element der Holzmüller-Rechtsprechung nicht erfüllt sei, und ließ die Revision nicht zu.

Die hiergegen eingelegte Nichtzulassungsbeschwerde blieb ohne Erfolg. Der *II. Zivilsenat* hielt keinen der in § 543 Abs. 2 ZPO genannten Zulassungsgründe für erfüllt und führte u.a. aus:

„Der Rechtsstreit hat weder grundsätzliche Bedeutung, noch erfordert er eine Entscheidung des Revisionsgerichts zur Fortbildung des Rechts oder zur Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung. Der Mediatisierungseffekt wie in den Fällen der sogenannten ‚Gelatine‘-Rechtsprechung [...] ist bei der hier vorliegenden Beteiligungsveräußerung nicht gegeben.“<sup>483</sup>

---

478 Dazu *Bungert*, BB 2004, 1345, 1351; *Götze*, NZG 2004, 585, 589; *Reichert*, AG 2005, 150, 158 f.; *Weißhaupt*, AG 2004, 585, 588 ff.

479 BGH, Beschl. v. 20.11.2006 – II ZR 226/05, AG 2007, 203 – *Stuttgarter Hofbräu*.

480 BGH, Beschl. v. 7.2.2012 – II ZR 253/10, AG 2012, 248 – *Commerzbank/Dresdner Bank*.

481 BGH, Beschl. v. 8.10.2013 – II ZB 26/12, AG 2013, 877 – *Frosta*.

482 Siehe dazu im Einzelnen OLG Stuttgart, Urt. v. 13.7.2005 – 20 U 1/05, AG 2005, 693.

483 BGH, Beschl. v. 20.11.2006 – II ZR 226/05, AG 2007, 203 – *Stuttgarter Hofbräu*; ebenso OLG Hamm, Urt. v. 19.11.2007 – 8 U 216/07, juris (für den Fall der Her-

## 2. Commerzbank/Dresdner Bank

Dem Fall Commerzbank/Dresdner Bank lag eine Anfechtungsklage gegen Entlastungsbeschlüsse für Vorstand und Aufsichtsrat der Commerzbank zugrunde.<sup>484</sup> Die Kläger machten geltend, dass der Vorstand den Erwerb der Dresdner Bank der Hauptversammlung nach den Holzmüller-Grundsätzen zur Zustimmung hätte vorlegen müssen. Da er dies mit Zustimmung des Aufsichtsrats nicht getan habe, sei die den Organen erteilte Entlastung anfechtbar. Das LG Frankfurt gab der Anfechtungsklage statt,<sup>485</sup> das OLG Frankfurt wies sie auf die Berufung der Commerzbank hin ab und ließ die Revision nicht zu.<sup>486</sup> Die Nichtzulassungsbeschwerde blieb ohne Erfolg. Abgesehen davon, dass er keinen Zulassungsgrund erkennen konnte, hielt der BGH die Anfechtungsklage schon deshalb für unbegründet, weil die Frage, ob der Erwerb einer Beteiligung eine Hauptversammlungskompetenz nach den Holzmüller-Grundsätzen auslösen könne, in der Literatur umstritten sei, so dass sich Vorstand und Aufsichtsrat durch die unterlassene Vorlage an die Hauptversammlung jedenfalls nicht über eine eindeutige Rechtslage hinweggesetzt hätten, was jedoch Voraussetzung für die Anfechtung eines Entlastungsbeschlusses sei.<sup>487</sup>

## 3. Frosta

Dem Frosta-Beschluss<sup>488</sup> lag ein Fall des *Downlisting* zugrunde. Die Aktien der Antragsgegnerin waren im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Auf Antrag des Vorstands der Antragsgegnerin wurde die Zulassung am regulierten Markt widerrufen, und die Aktien wurden fortan nur noch im Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Einige Aktionäre der Antragsgegnerin stellten den Antrag, ein Spruchverfahren zur Festlegung einer angemessenen Barabfindung durchzuführen.

---

absetzung einer 100-%-igen Beteiligung auf eine nur anteilige Beteiligung) sowie OLG Köln, Urt. v. 15.1.2009 – 18 U 205/07, AG 2009, 416.

484 LG Frankfurt, Urt. v. 15.12.2009 – 3-05 O 208/09, AG 2010, 416.

485 LG Frankfurt, Urt. v. 15.12.2009 – 3-05 O 208/09, AG 2010, 416.

486 OLG Frankfurt, Urt. v. 7.12.2010 – 5 U 29/10, AG 2011, 173.

487 BGH, Beschl. v. 7.2.2012 – II ZR 253/10, AG 2012, 248 – *Commerzbank/Dresdner Bank*.

488 BGH, Beschl. v. 8.10.2013 –II ZB 26/12, AG 2013, 877 – *Frosta*.

Dem folgte der *II. Zivilsenat* des BGH nicht. Bei einem *Delisting*<sup>489</sup> – so führte er aus – bedürfe es keines Hauptversammlungsbeschlusses, und die Aktionäre hätten auch keinen Anspruch auf eine Barabfindung. Die damit verbundene Abkehr von dem Macrotron-Urteil begründete der *Senat* mit der zwischenzeitlich ergangenen *Delisting*-Entscheidung des BVerfG,<sup>490</sup> wonach der Widerruf der Börsenzulassung für den regulierten Markt den Schutzbereich von Art. 14 GG nicht berühre. Auch verschiedene weitere Möglichkeiten, eine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz für den Fall des *Delisting* zu begründen, insbesondere Analogieschlüsse zu umwandlungsrechtlichen Tatbeständen, wurden von dem *Senat* im Ergebnis verworfen.<sup>491</sup>

Zur Begründung, weshalb das *Delisting* bzw. *Downlisting* auch kein Fall der Holz Müller-Rechtsprechung sei, ließ es der *Senat* ebenso wie schon im Macrotron-Urteil bei der Feststellung bewenden, dass die „mitgliedschaftsrechtliche Stellung des Aktionärs [...] durch den Rückzug von der Börse nicht wie bei einer Mediatisierung seiner Mitgliedschaftsrechte [...] geschwächt“ werde.<sup>492</sup>

## V. Zusammenfassung: Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen nach dem Konzept des BGH

### 1. Maßnahmen mit Mediatisierungseffekt

Nach der Rechtsprechung des BGH ist die Annahme einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz von einem tiefen Eingriff in die Mitgliedsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpert Vermögeninteresse abhängig.<sup>493</sup> Ein solcher Eingriff ist insbesondere<sup>494</sup>

---

489 Der *Senat* beschränkt seine Ausführungen nicht auf das *Downlisting*, sondern äußert sich umfassend auch zum *Delisting*.

490 BVerfG, Urt. v. 11.7.2012 – 1 BvR 3142/07, 1 BvR 1569/08, BVerfGE 132, 99 – *Delisting*.

491 BGH, Beschl. v. 8.10.2013 – II ZB 26/12, AG 2013, 877 Rn. 5 ff – *Frosta*.

492 BGH, Beschl. v. 8.10.2013 – II ZB 26/12, AG 2013, 877 Rn. 4 – *Frosta*.

493 BGH, Urt. v. 25.2.1988 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 131 – *Holz Müller*.

494 Vgl. jedoch die in Fn. 461 dargestellten Äußerungen von *Röbriicht* und *Goette*, die sich eher für eine Beschränkung auf Fälle des Mediatisierungseffekts aussprechen.



bei Maßnahmen gegeben, von denen ein Mediatisierungseffekt in Bezug auf den wesentlichen Teil des Gesellschaftsvermögens ausgeht.<sup>495</sup>

a) Qualitative Voraussetzungen

Der Begriff der Mediatisierung beschreibt den Sachverhalt, dass der Einfluss der Aktionäre auf bestimmte wirtschaftliche Aktivitäten durch Einziehung einer zusätzlichen gesellschaftsrechtlichen Ebene mittelbar(er) gemacht oder – wie *Habersack*<sup>496</sup> es ausdrückt – verwässert wird. Dies ist nicht nur bei der Ausgliederung in eine Tochtergesellschaft, sondern auch bei der Umstrukturierung einer Tochter- in eine Enkelgesellschaft der Fall, weil mit dem Einziehen einer weiteren hierarchischen Ebene eine weitere Machtverschiebung zulasten der Aktionäre verbunden ist. Ob es daneben weitere Fälle von Mediatisierung gibt, ist nicht abschließend geklärt.

Fest steht nur, dass die Veräußerung einer bestehenden Beteiligung gegen Geldzahlung keine Hauptversammlungskompetenz begründet.<sup>497</sup> Ebenso wie die Veräußerung sonstiger Vermögensgegenstände erschöpft sie sich in einer Veränderung des Bestands des Gesellschaftsvermögens und macht eine mit dem Erwerb oder der Gründung der Tochtergesellschaft erfolgte Mediatisierung sogar rückgängig, weil sie das darin gebundene Vermögen wieder der unmittelbaren Kontrolle der Aktionäre der Obergesellschaft unterstellt.<sup>498</sup> Für eine Differenzierung zwischen der vollständigen und der nur teilweisen Veräußerung einer Beteiligung, wie sie in der Literatur zum Teil befürwortet worden war,<sup>499</sup> lässt der Beschluss des BGH in Sachen *Stuttgarter Hofbräu* keinen Raum, weil es darin gerade um den Fall einer nur anteiligen Beteiligungsveräußerung ging. Das Gleiche wie für die Veräußerung von Beteiligungen muss auch für die Veräußerung von Betriebsteilen gelten.<sup>500</sup>

Ungeklärt ist demgegenüber der Fall des Beteiligungserwerbs. Gerade im Hinblick darauf konnte sich der BGH in seinem Beschluss über die

---

495 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 41 f. – *Gelatine I*.

496 *Habersack*, AG 2005, 137, 139.

497 BGH, Urt. v. 20.11.2006 – II ZR 226/05, AG 2007, 203 – *Stuttgarter Hofbräu*.

498 *Habersack*, AG 2005, 137, 145; *Reichert*, AG 2005, 150, 155; *Liebscher*, ZGR 2005, 1, 24; a.A. *Bungert*, BB 2004, 1345, 1349 f. für den Fall der Veräußerung wesentlicher Geschäftsbereiche unter Hinweis auf einen – im Hinblick auf das qualitative Element jedoch nicht tragenden – Wertgedanken.

499 *Liebscher*, ZGR 2005, 1, 24; *Reichert*, AG 2005, 150, 156.

500 OLG Köln, Urt. v. 15.1.2009 – 18 U 205/07, juris – *Strabag/Ed. Züblin*.

Nichtzulassung der Revision im Fall Commerzbank/Dresdner Bank,<sup>501</sup> in dem es um die Entlastung des Vorstands und des Aufsichtsrats ging, jeder Stellungnahme zu dieser Frage enthalten. In der Literatur sind die Auffassungen kontrovers. Zum Teil wird der Beteiligungserwerb – unabhängig davon, ob er aufgrund eines Tauschgeschäfts, also gegen Hingabe vorhandenen Betriebsvermögens, oder gegen Barzahlung erfolgt – als Mediatisierungstatbestand angesehen, weil es keinen Unterschied machen könne, ob die Gesellschaft vorhandene Aktivitäten oder liquide Mittel in eine Beteiligung verlagere, denn in beiden Fällen werde Unternehmenssubstanz dem unmittelbaren Einfluss der Aktionäre entzogen.<sup>502</sup> Zum Teil wird die Anwendbarkeit der Holz Müller-Grundsätze aber auch mit dem Argument verneint, dass es sich anders als in den typischen Mediatisierungsfällen im Schwerpunkt um eine Investitionsentscheidung handle, die der Zuständigkeit der Hauptversammlung aus vielerlei Gründen (Schnelligkeit, Effizienz, Vertraulichkeit) entzogen bleiben sollte.<sup>503</sup> Die jüngere Rechtsprechung der Instanzgerichte tendiert ebenfalls dazu, die Anwendbarkeit der Holz Müller-Grundsätze auf den Fall des Beteiligungserwerbs zu verneinen.<sup>504</sup>

## b) Quantitatives Element

Hinsichtlich des quantitativen Elements steht nach den Gelatine-Entscheidungen fest, dass damit nicht lediglich Bagatellfälle ausgeschieden, sondern die ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen auf wirkliche Ausnahmefälle beschränkt werden sollen. Eindeutige Aussagen dazu, anhand welcher Größenmerkmale die Bedeutung eines Eingriffs für die Gesellschaft zu beurteilen ist und welche Schwelle für die Erforderlichkeit der Hauptversammlungszuständigkeit überschritten sein muss, enthalten die Entscheidungen allerdings nicht. In der Literatur werden Schwellenwerte von 75% oder mehr bezogen auf den Anteil an bestimmten Kenn-

---

501 BGH, Beschl. v. 7.2.2012 – II ZR 253/10, AG 2012, 248.

502 *Liebscher*, ZGR 2005, 1, 23 f.; *Habersack*, AG 2005, 137, 144; *Lutter*, ZIP 2012, 351.

503 *Reichert*, AG 2005, 150, 156.; *Bungert*, BB 2004, 1345, 1349 f.

504 OLG Frankfurt, Beschl. v. 21.6.2007 – 5 U 34/07, AG 2008, 862, 864 jedenfalls für den Fall des Beteiligungserwerbs gegen Geldzahlung; in der Tendenz ebenso, wenn auch im Hinblick auf die Verfehlung jedenfalls des quantitativen Elements ohne abschließende Festlegung bereits OLG Frankfurt, Beschl. v. 15.2.2005 – 20 W 1/05, AG 2005, 442, 444.

zahlen wie Verkehrswert des Vermögens, Umsätze, bilanzierte Aktiva oder Eigenkapital diskutiert.<sup>505</sup>

## 2. Maßnahmen ohne Mediatisierungseffekt

Offen ist, ob die Voraussetzung eines tiefen Eingriffs in die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre auch bei Maßnahmen ohne Mediatisierungseffekt erfüllt sein kann.<sup>506</sup>

Im Holzmüller-Urteil<sup>507</sup> hatte der *II. Zivilsenat* die Ausgliederung wirtschaftlicher Aktivitäten in eine Tochtergesellschaft nur als einen möglichen Fall des tiefgreifenden Eingriffs in die mitgliedschaftlichen Rechte der Aktionäre herausgestellt, ohne den Begriff der Mediatisierung überhaupt zu verwenden.

Dieser taucht erstmals im Macrotron-Urteil<sup>508</sup> auf und wird dort in Abgrenzung zu den Wirkungen, die mit einem *Delisting* verbunden sind, zur Charakterisierung der im Holzmüller-Fall eingetretenen Art der Schwächung der mitgliedschaftlichen Stellung der Aktionäre („durch Mediatisierung“) verwendet. Zu einer Beschränkung des Anwendungsbereichs ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen allein auf diese Konstellation gab der Macrotron-Fall aber schon deshalb keinen Anlass, weil sich die Pflicht zu einem Abfindungsangebot an die außenstehenden Aktionäre als Rechtsfolge des *Delisting* aus den Grundsätzen des Holzmüller-Urteils überhaupt nicht hätte ableiten lassen.<sup>509</sup>

In den Gelatine-Urteilen<sup>510</sup> kehrt der Begriff der Mediatisierung wieder. Im 2. Leitsatz des Urteils Gelatine I wird der mit der Umstrukturierung einer Tochter- in eine Enkelgesellschaft verbundene weitere Mediatisierungseffekt als Begründung dafür genannt, weshalb die Ausnahmezuständigkeit der Hauptversammlung außer für Fälle der Ausgliederung „jedemfalls“ auch für diesen Fall in Betracht komme. Zugleich wird in den Entscheidungsgründen der Urteile aber ausdrücklich betont, dass die entschie-

---

505 Vgl. im Einzelnen *Fuhrmann*, AG 2004, 339, 341; *Bungert*, BB 2004, 1345, 1347; *Reichert*, AG 2005, 150, 153.

506 Vgl. dazu etwa *Götze*, NZG 2004, 585, 589; *Liebscher*, ZGR 2005, 1, 25 ff.; *Reichert*, AG 2005, 150, 154 f.; vgl. auch *Koch*, ZGR 2019, 588, 618.

507 BGH, Urt. v. 25.2.1988 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122 – *Holzmüller*.

508 BGH, Urt. v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47 – *Macrotron*.

509 *Ekkenga*, ZGR 2003, 878, 889; *Weißhaupt*, AG 2004, 585, 589.

510 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30 – *Gelatine I*; BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 154/02, ZIP 2004, 1001 – *Gelatine II*.

denen Fälle keinen Anlass zu einer abschließenden Entscheidung darüber gäben, bei welchen einzelnen Geschäftsführungsmaßnahmen der Vorstand unter dem Gesichtspunkt eines tiefgreifenden Eingriffs in die mitgliederschaftlichen Befugnisse der Aktionäre intern gehalten sei, die Zustimmung der Hauptversammlung herbeizuführen.<sup>511</sup>

In der denkbar knapp begründeten Entscheidung Stuttgarter Hofbräu<sup>512</sup> beschränkt sich der *II. Zivilsenat* zwar auf den Hinweis, dass ein Mediatisierungseffekt „wie in den Fällen der sog. Gelatine-Rechtsprechung“ bei der vorliegenden Beteiligungsveräußerung nicht gegeben sei. Eine Beschränkung des tiefgreifenden Eingriffs allein auf den Fall der Mediatisierung lässt sich auch dieser Entscheidung indes nicht entnehmen. Unter Berücksichtigung der in dem vorangegangenen Satz getroffenen Feststellung, dass der Rechtsstreit weder grundsätzliche Bedeutung habe noch eine Entscheidung des Revisionsgerichts zur Fortbildung des Rechts oder zur Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung erfordere, muss dem Hinweis auf die fehlende Mediatisierung nicht zwangsläufig eine weitergehende Aussage entnommen werden als die, dass das Berufungsurteil nicht von den Entscheidungen in den Fällen Holz Müller und Gelatine abweiche.<sup>513</sup>

Schließlich wird auch im *Frosta-Beschluss*<sup>514</sup> zur Begründung dafür, dass sich aus den Holz Müller-Grundsätzen keine Zuständigkeit der Hauptversammlung für die Entscheidung über das *downlisting* ableiten lasse, zwar auf die fehlende Mediatisierung Bezug genommen. Die Aussage, dass ein tiefgreifender Eingriff in die mitgliederschaftliche Stellung der Aktionäre allein auf diese Weise möglich sei, lässt sich dem Beschluss aber noch weniger als dem elf Jahre zuvor ergangenen *Macrotron-Urteil* entnehmen. Während in jenem von einer fehlenden Schwächung der mitgliederschaftlichen Stellung „durch“ Mediatisierung die Rede war, bringt die Voranstellung der Worte „wie bei“ in dem *Frosta-Beschluss* zum Ausdruck, dass der Begriff der Mediatisierung lediglich als Vergleichsmaßstab zur Charakterisierung der für die Anwendung der Holz Müller-Grundsätze in Betracht kommenden Eingriffe dienen soll.

---

511 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 41 – *Gelatine I*.

512 BGH, Beschl. v. 20.11.2006 – II ZR 226/05, AG 2007, 248 – *Stuttgarter Hofbräu*.

513 Die Abweichung von einer Entscheidung des Revisionsgerichts gehört zu den Fällen, in denen gemäß § 543 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 ZPO die Zulassung der Revision zur Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung erforderlich ist (vgl. *Heßler*, in: Zöller, ZPO, § 543 Rn. 13). Diesen Kontext scheint *Goj*, Ungeschriebenes Hauptversammlungserfordernis beim Beteiligungserwerb, S. 131, zu übersehen.

514 BGH, Beschl. v. 8.10.2013 – II ZB 26/12, AG 2013, 877 – *Frosta*.

Nach alledem lässt sich auch aus der dem Holz Müller-Urteil nachfolgenden Rechtsprechung des BGH kein zwingender Hinweis darauf entnehmen, dass ein zur Mitwirkungspflicht der Hauptversammlung führender tiefgreifender Eingriff in die mitgliedschaftliche Stellung des Aktionärs ausschließlich in Fällen der Mediatisierung vorliegen kann.<sup>515</sup>

Auf der anderen Seite ergeben sich aus der Rechtsprechung des BGH aber auch keine Hinweise darauf, welche anderen Geschäftsführungsmaßnahmen eine vergleichbare Wirkung haben könnten. Die von *Reichert* in diesem Zusammenhang in Betracht gezogenen Fälle<sup>516</sup> werden von ihm selbst als „Exoten“ bezeichnet.<sup>517</sup>

Für Maßnahmen ohne Mediatisierungseffekt muss daher im Einzelfall durch Vergleich mit den in der Rechtsprechung anerkannten Fällen ermittelt werden, ob sie mit einem vergleichbaren Eingriff in die mitgliedschaftlichen Rechte der Aktionäre verbunden sind.

### 3. Rechtsfolge

Ist nach diesen Grundsätzen eine ungeschriebene Kompetenz der Hauptversammlung zu bejahen, muss die Hauptversammlung der Maßnahme mit einer Mehrheit von drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals zustimmen.

---

515 Ebenso *Fuhrmann*, AG 2004, 339; *Weißhaupt*, AG 2004, 585, 587; *Reichert*, AG 2005, 150, 151; *Liebscher*, ZGR 2005, 1, 20, „Beeinträchtigung der Mitgliedschaft vor allem in Form einer Mediatisierung“ (Hervorhebung nicht im Original); a.A. wohl *Bungert*, BB 2004, 1345, 1348; möglicherweise auch *Habersack*, AG 2005, 137, 139.

516 Zum einen handelt es sich um den Fall, dass sich eine Gesellschaft, die ein US-Unternehmen erwerben will, dessen Geschäftstätigkeit nationale Sicherheits- und sonstige überragende Interessen der Allgemeinheit betrifft, einer weitgehenden Bindung gegenüber der *Securities and Exchange Commission (SEC)* unterwerfen muss, die ein Zustimmungserfordernis bei künftigen Strukturentscheidungen – wie Kapitalmaßnahmen u.ä. – einschließt. Zum anderen geht es um Maßnahmen, in denen der Vorstand schuldrechtliche Vereinbarungen mit Dritten trifft, die das Initiativrecht der Hauptversammlung verkürzen, z.B. atypische Finanzierungsverträge, die die Verpflichtung zur Fortsetzung eines bestimmten Ausschüttungsverhaltens oder zur Unterlassung bestimmter Strukturmaßnahmen enthalten.

517 *Reichert*, AG 2005, 150, 157.

D. Umgang mit den Holz Müller-Grundsätzen

Obwohl die grundsätzliche Kritik an der Holz Müller/Gelatine-Rechtsprechung bis in die jüngere Vergangenheit nicht gänzlich verstummt ist,<sup>518</sup> wird die Annahme ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen inzwischen auch in der Literatur weitgehend akzeptiert.<sup>519</sup> Allerdings wird ihre Legitimation als „Ergebnis einer offenen Rechtsfortbildung“<sup>520</sup> noch immer vielfach als unbefriedigend empfunden und stattdessen für eine Ableitung auf dem Weg der Einzel- oder Gesamtanalogie zu den in Betracht kommenden gesetzlichen Regelungen plädiert.<sup>521</sup> Auch wenn der in diesem Zusammenhang erhobene Einwand, dass Rechtsfortbildung nicht die Grundlage, sondern das Ergebnis eines Legitimationsvorgangs sei,<sup>522</sup> grundsätzlich berechtigt sein mag, werden der nachfolgenden Untersuchung doch die in der Rechtsprechung des BGH entwickelten Grundsätze zugrunde gelegt. Dafür spricht nicht allein die besondere Bedeutung, die der höchstrichterlichen Rechtsprechung im Gesellschaftsrecht zukommt, sondern auch der Umstand, dass im Wege der Einzel- oder Gesamtanalogie entwickelte Konzepte, an denen das hier interessierende Fusionsmodell gemessen werden könnte, bisher nicht entwickelt worden sind und wohl auch gar nicht entwickelt werden können.

---

518 Z.B. *Hoffmann-Becking*, ZHR 172 (2008), 231.

519 *Hoffmann*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 119 Rn. 21ff.; *Herrler*, in: Grigoleit, AktG, § 119 Rn. 18 ff.; *Liebscher*, in: Henssler/Strohn, GesR, § 119 AktG Rn. 12 ff.; *Drinhausen*, in: Hölters, AktG, § 119 Rn. 16 ff.; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 119 Rn. 19; *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, Vor § 311 AktG Rn. 33 ff.; *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften, § 16 Rn. 10 ff.; abweichend hingegen *Mülbert*, in: GroßkommAktG, § 119 Rn. 40 ff.; tendenziell auch weiterhin kritisch: *Spindler*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 29; *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, § 28 V 2 b, S. 878 ff.

520 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 41, 43 und 47 – *Gelatine I*.

521 Vgl. zum Beispiel *Fleischer*, NJW 2004, 2335, 2337; *Kubis*, in: MünchKommAktG, § 119 Rn. 41 ff.; *Liebscher*, ZGR 2005, 1, 20 ff.; *Mülbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 424 ff. und 430 ff.

522 *Liebscher*, ZGR 2005, 1, 22; *Fleischer*, NJW 2004, 2335, 2337; *Koppensteiner*, DK 2004, 381, 385.

## I. Besondere Bedeutung höchstrichterlicher Rechtsprechung im Gesellschaftsrecht

Obwohl auch höchstrichterliche Entscheidungen keine über den entschiedenen Einzelfall hinausgehende rechtliche Bindungswirkung entfalten, bestimmen sie die Rechtswirklichkeit doch in erheblichem Maße. Dies liegt zum einen daran, dass oberste Gerichte einer einmal eingeschlagenen Rechtsprechungslinie in der Regel treu zu bleiben pflegen.<sup>523</sup> Zum anderen ist dies darauf zurückzuführen, dass die Instanzgerichte der höchstrichterlichen Rechtsprechung im Allgemeinen schon deshalb folgen, weil sie anderenfalls damit rechnen müssten, dass ihre Entscheidungen aufgehoben werden und sie im Fall einer Zurückverweisung nach § 563 Abs. 2 ZPO auch formal an die höchstrichterliche Beurteilung gebunden wären.

Auch die juristische Beratungspraxis orientiert sich vorrangig an der höchstrichterlichen Rechtsprechung. Denn jeder Berater, der dieser nicht die gebotene Beachtung schenken würde, liefe Gefahr, sich gegenüber seinem Auftraggeber schadensersatzpflichtig zu machen. Da Aktiengesellschaften als Organisationsform von Großunternehmen derartige Beratungsleistungen in erheblichem Umfang in Anspruch nehmen, ist der Einfluss der BGH-Rechtsprechung auf die aktienrechtliche Praxis besonders ausgeprägt.

Nicht zuletzt auf die herausragende praktische Bedeutung der höchstrichterlichen Rechtsprechung dürfte es zurückzuführen sein, dass sich die Holzmüller/Gelatine-Grundsätze auch in der wissenschaftlichen Auseinandersetzung als Ausgangspunkt und Diskussionsgrundlage für ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen etabliert haben, sodass sich auch zu solchen Fallkonstellationen, über die der BGH bislang nicht entschieden hat, nach und nach ein wissenschaftlicher Konsens oder zumindest eine herrschende Meinung gebildet hat.<sup>524</sup> Ein solcher einigermaßen gesicherter Stand der wissenschaftlichen Diskussion schafft auch beim Fehlen

---

523 Vgl. die empirische Untersuchung von *Alexy/Dreier*, in: MacCormick/Summers, *Interpreting Precedents*, S. 17, 23 f., wonach sich deutsche Höchstgerichte in den Entscheidungen, die in die amtliche Sammlung aufgenommen wurden, in deutlich über 90% der Fälle auf vorangegangene eigene Entscheidungen beziehen; ferner *Larenz/Canaris*, *Methodenlehre der Rechtswissenschaft*, S. 253; *Möller*, *Juristische Methodenlehre*, § 3 Rn. 6.

524 Vgl. die diskutierten Fallgestaltungen bei den in Fn. 519 zitierten Kommentartstellen.

einschlägiger höchstrichterlicher Urteile jedenfalls ein gewisses Maß an Rechtssicherheit für die aktienrechtliche Praxis.<sup>525</sup>

## II. Fehlen überlegener Alternativkonzepte

Demgegenüber ist die Entwicklung eines alternativen Gesamtkonzepts zu den Holzmüller/Gelatine-Grundsätzen bisher nicht erfolgt und würde im Übrigen auch auf kaum überwindbare Probleme stoßen.

Die Begründung ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen im Wege einer Gesamtanalogie zu den gesetzlichen Zuständigkeitsregelungen würde die Bestimmung eines allen diesen Vorschriften gemeinsamen Gesetzeszwecks voraussetzen, die – wenn überhaupt – nur dann gelingen könnte, wenn dieser so allgemein und unspezifisch formuliert würde, dass eine darauf gegründete Analogie nur zu mehr oder weniger beliebigen Ergebnissen führen könnte.

Soweit ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen im Wege einer Einzelanalogie zu gesetzlichen Zuständigkeitsregelungen bestimmt werden sollten, müsste zunächst geklärt werden, welche der verschiedenen gesetzlichen Zuständigkeitsvorschriften für eine solche Ableitung überhaupt in Betracht kommen. Jedenfalls für den Fall der Mediatisierung wird sich dafür eine passendere Norm als der vom BGH unter Hinweis auf die Nähe zur Satzungsänderung ohnehin schon angesprochene § 179 Abs. 1 AktG kaum finden lassen.

Die Einzel- oder Gesamtanalogie zu den gesetzlichen Zuständigkeitsvorschriften vermag daher keine überzeugendere Legitimationsgrundlage für die Annahme ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen zu bilden als die vom BGH offengelegte Wertung, dass der Schutz der Aktionärsrechte die Beschlussfassung der Hauptversammlung auch in anderen als den gesetzlich geregelten Fällen erfordern kann. Diese Wertung reicht zur Begründung richterlicher Rechtsfortbildung aus, die methodisch gerade nicht auf die Bildung von Analogien beschränkt ist.

Zu Recht hat *Habersack*<sup>526</sup> daher festgestellt, dass die – gegebenenfalls partielle – Analogie zu einzelnen<sup>527</sup> oder der Gesamtheit aller gesetzlichen

---

525 In der Sache ähnlich *Zientek*, Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen bei Unternehmensakquisitionen einer Aktiengesellschaft, S. 130 f.

526 *Habersack*, AG 2005, 137, 143.

527 Insbesondere §§ 123 Abs. 3, 125, 13, 65 UmwG und §§ 293 Abs. 2, 319 Abs. 2 AktG.



Kompetenznormen letztlich immer nur das nachzeichnen könne, was auf einer vorgelagerten Begründungsebene – nämlich im Zusammenhang mit dem Schutzzweck der Holzmüller-Doktrin und der Frage der Rückwirkung der jeweiligen Maßnahme auf die Aktionärsrechte – längst entschieden sei. Erst ein entsprechendes Vorverständnis hinsichtlich des Schutzzwecks ungeschriebener Zuständigkeiten führe überhaupt zu der einer analogen Anwendung zugänglichen Zuständigkeitsnorm. Habe man sich einmal auf die Verwässerung mitgliedschaftlicher Rechte als notwendige, aber nicht hinreichende Voraussetzung ungeschriebener Kompetenzen eingelassen, bedürfe es der Nennung einer mehr oder weniger passenden Referenznorm nicht mehr. Die Anerkennung des Mediatisierungseffekts als zuständigkeitsbegründender Tatbestand stelle in diesem Fall den entscheidenden Akt der Rechtsfindung dar.

Zu demselben Schluss ist auch *Lutter* gelangt, der unter Hinweis auf die dem BGH zustehende Befugnis zur Rechtsfortbildung feststellt, dass das Institut ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen keiner Begründung mehr bedürfe, sondern es „nur noch“<sup>528</sup> um die Anwendung dieses Rechtsinstituts im konkreten Einzelfall gehe.<sup>529</sup>

Die vorliegende Untersuchung unternimmt es daher, die vom BGH entwickelten Grundsätze auf den Fall der Fusion durch NewCo-Übernahme anzuwenden und unter Berücksichtigung der insoweit bestehenden Besonderheiten fortzuentwickeln.<sup>530</sup>

*E. Anknüpfungspunkt für die Anwendung der Holzmüller/Gelatine-Grundsätze*

Die Holzmüller/Gelatine-Rechtsprechung betrifft die Abgrenzung der Kompetenzen von Vorstand und Hauptversammlung unter dem Gesichtspunkt, ob bestimmte Geschäftsführungsmaßnahmen, die der Vorstand im Außenverhältnis wirksam treffen kann, einen so tiefen Eingriff in die mitgliedschaftlichen Rechte der Aktionäre zur Folge haben, dass er sie im Innenverhältnis nur mit deren Zustimmung durchführen darf.

---

528 Anführungszeichen im Original.

529 *Lutter*, ZIP 2012, 351.

530 *Goj*, Ungeschriebenes Hauptversammlungserfordernis beim Beteiligungserwerb?, S. 113 f. formuliert treffend: „Die Aufgabenstellung ähnelt somit der Anwendung einer positivrechtlichen Norm mit allgemein gefassten Tatbestandsmerkmalen auf einen (gegebenenfalls) ähnlichen aber nicht eindeutig erfassten Sachverhalt, also letztlich einer Analogiebildung.“

Bei der Fusion durch NewCo-Übernahme kommt als derartige Geschäftsführungsmaßnahme des Vorstands der Abschluss des BCA in Betracht. Die damit unmittelbar verbundenen Wirkungen werden allerdings in der Regel keine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz begründen. Zwar ist denkbar, dass das BCA für den deutschen Fusionspartner die Verpflichtung zu Maßnahmen mit Mediatisierungseffekt begründet, diese werden aber schwerlich eine Größenordnung erreichen, die auch die quantitativen Voraussetzungen eines tiefen Eingriffs erfüllt.<sup>531</sup> Im Übrigen beschränken sich die unmittelbaren Wirkungen des BCA darauf, dass die NewCo den Aktionären ein Umtauschangebot für ihre Aktien macht, das diese vor die drei Handlungsvarianten stellt, die in dieser Situation stets bestehen: Sie können das Angebot während der Annahmefrist annehmen, sie können das Ende der Annahmefrist abwarten und das Angebot, sofern es erfolgreich war, während der weiteren Annahmefrist annehmen oder sie können es ablehnen. Der Umstand allein, dass sie vor diese Wahl gestellt werden, stellt offensichtlich noch keinen Eingriff in ihre mitgliedschaftliche Rechtsstellung dar.<sup>532</sup>

Eine andere Beurteilung kann sich indessen ergeben, wenn man die Folgen in den Blick nimmt, die mit einem Erfolg des Übernahmeangebots verbunden sind. In diesem Fall werden die Aktionäre, die das Angebot annehmen, zu Aktionären der NewCo, die in Bezug auf das Vermögen ihrer bisherigen Gesellschaft nur noch mittelbar berechtigt sind, während sich die Aktionäre, die das Angebot ablehnen, als Mitglieder einer abhängigen Gesellschaft wiederfinden und als solche den sich aus der Konzernabhängigkeit ergebenden Risiken ausgesetzt sind. Im ersten Fall könnte damit ein Mediatisierungseffekt, im zweiten Fall ein sonstiger tiefer Eingriff in die mitgliedschaftliche Rechtsstellung verbunden sein.<sup>533</sup>

Die Einbeziehung dieser weiteren Folgen erscheint deshalb geboten, weil der Abschluss des BCA von vornherein auf die Schaffung der Konzernstruktur gerichtet ist, die sich aus der Aufeinanderfolge der verschiedenen Stufen ergibt, und die Vertragspartner verpflichtet sind, alles für den Erfolg des Vorhabens Erforderliche zu unternehmen. Eine isolierte Be-

---

531 Vgl. dazu LG München I, Urt. v. 20.12.2018 – 5 HK O 15236/17, ZIP 2019, 266, 271 – *Linde*, das der Verpflichtung zur Ausgliederung und Veräußerung der Engineering-Sparte den Charakter eines zustimmungsbedürftigen Eingriffs mit der Begründung abspricht, dass deren Anteil am Gesamtumsatz zuletzt lediglich 14% betragen habe.

532 Ebenso *Strohn*, ZHR 182 (2018), 114, 149.

533 *Strohn*, ZHR 182 (2018), 114, 150 f.; siehe im Einzelnen dazu das folgende Kapitel.

trachtung der auf den verschiedenen Stufen des Vorhabens eintretenden Folgen würde deshalb dem rechtlichen und wirtschaftlichen Gehalt des Vorgangs nicht gerecht.<sup>534</sup>

Auch wenn es hiernach geboten ist, den Eingriffscharakter der Maßnahme nach den mit der Transaktion als Ganzes verbundenen Wirkungen zu beurteilen, darf der Umstand nicht unberücksichtigt bleiben, dass der Vorstand zum Vollzug der Transaktion auf die Mitwirkung der Aktionäre angewiesen ist. Er kann zwar das BCA mit dem Fusionspartner aushandeln, bei der Errichtung der NewCo mitwirken und diese dazu veranlassen, ein Übernahmetauschangebot an die Aktionäre der deutschen AG abzugeben. Er kann aus eigener Rechtsmacht aber nicht dafür sorgen, dass das Angebot von einer ausreichend großen Zahl von Aktionären angenommen wird und die Transaktion damit vollzogen werden kann.

Die Bedeutung des sich daraus ergebenden Unterschieds zu den Maßnahmen, die den Urteilen des BGH zugrunde lagen, liegt auf der Hand. Denn der Grund für die ungeschriebene Kompetenz nach Holz Müller/Gelatine liegt gerade in einem *Eingriff* des Vorstands in die Rechte der Aktionäre. Wird die Veränderung der Rechtsstellung der Aktionäre aber im Zusammenwirken von Vorstand und Aktionären herbeigeführt, kann sie nicht ohne weiteres als *Eingriff* des Vorstands qualifiziert werden. Dies gilt umso mehr, als der unmittelbare Verursachungsbeitrag zu der Fusion und den mit ihr verbundenen Folgen nicht von dem Vorstand ausgeht, der das Umtauschangebot initiiert hat, sondern von den Aktionären, die es angenommen haben.

Dies bedeutet zwar nicht, dass die Holz Müller/Gelatine-Grundsätze auf diese Transaktion von vornherein unanwendbar sind. Voraussetzung für ihre Anwendbarkeit ist jedoch, dass sich die gesamte Transaktion trotz der Mitwirkung der Aktionäre als eine Maßnahme des Vorstands darstellt. Damit ergibt sich im Kern eine Zurechnungsfrage, für deren Beantwortung es Maßstäbe zu entwickeln gilt. Nur wenn deren Anwendung zu dem Ergebnis führt, dass der Vollzug der Transaktion dem Vorstand zurechenbar ist, kann eine sich daraus ergebende Veränderung der Rechtsstellung der Aktionäre als *Eingriff* i.S. der Holz Müller/Gelatine-Rechtsprechung gewertet werden, der eine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz bereits für den Abschluss des BCA begründet.

---

534 *Strohn*, ZHR 182 (2018), 114, 150; *N. Horn*, ZIP 2000, 473, 479; so nunmehr auch *Koch*, ZGR 2019, 588, 609; anders *Wiegand*, Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements bei Aktiengesellschaften, S. 176 ff.

Die vorstehenden Überlegungen zeichnen den weiteren Gang der Untersuchung vor. Zunächst ist zu prüfen, ob die Veränderung der Rechtsstellung der Aktionäre, die bei Vollzug des Tauschangebots entsteht, die Merkmale eines Eingriffs<sup>535</sup> im Sinne der Holz Müller/Gelatine-Rechtsprechung erfüllt.<sup>536</sup> Im Anschluss daran wird erörtert, ob diese Veränderung dem Vorstand zugerechnet werden kann.<sup>537</sup>

---

535 Da die Qualifizierung der Veränderung als „Eingriff“ des Vorstands von der Beantwortung der Zurechnungsfrage abhängt, wird im weiteren Gang der Untersuchung der neutralere Begriff „Beeinträchtigung“ verwendet.

536 Siehe dazu im Einzelnen im folgenden Kapitel.

537 Siehe dazu im Einzelnen Kapitel 7 – S. 173 ff.

## Kapitel 6 – Beeinträchtigung der Aktionäre

### A. Beeinträchtigung der Rechte der tauschenden Aktionäre: *Mediatisierungseffekt?*

Die mitgliedschaftlichen Rechte derjenigen Aktionäre, die ihre Anteile in das Übernahmeangebot einliefern, beziehen sich nach Vollzug der Transaktion nicht mehr auf die bisherige Gesellschaft, sondern auf die NewCo. Diese übt fortan als Mehrheits- bzw. – nach Durchführung des *Squeeze-Out* – als Alleinaktionärin die Gesellschafterrechte im deutschen Fusionspartner aus. Damit tritt an die Stelle des unmittelbaren Einflusses, den die Aktionäre bis zur Annahme des Übernahmeangebots auf das Vermögen des deutschen Fusionspartners hatten, ein nur noch durch die Gesellschafterstellung in der NewCo vermittelter Einfluss. Im Folgenden soll untersucht werden, ob darin eine Mediatisierung im Sinne der Holz Müller/Gelatine-Rechtsprechung zu sehen ist.

#### I. Qualitatives Element

##### 1. Mediatisierung nach oben

Auch im NewCo-Fall wird das Gesellschaftsvermögen, an dem die Aktionäre beteiligt sind, durch Einziehung einer zusätzlichen Konzernebene von diesen weggerückt und deren Einfluss damit „mittelbar(er)“ gemacht. Im Unterschied zu den vom BGH bisher entschiedenen Fällen tritt dieser Effekt aber nicht dadurch ein, dass das Vermögen – durch Ausgliederung in eine Tochtergesellschaft oder durch Umhängung einer Beteiligung – auf eine tiefere Konzernebene verlagert wird, sondern dadurch, dass die Aktionäre selbst auf eine höhere Konzernebene rücken.

In der Literatur<sup>538</sup> wird allerdings die Auffassung vertreten, dass die damit verbundene Mediatisierung „nach oben“ nicht anders behandelt wer-

---

538 *Strohn*, ZHR 182 (2018), 114, 144 ff.; *Muck*, Defizite im deutschen Übernahmerecht, Rn. 852 ff.

den könne als die klassische Mediatisierung „nach unten“.<sup>539</sup> Denn im einen wie im anderen Fall würden die Rechte der Aktionäre in Bezug auf das Vermögen der Gesellschaft um eine Konzernebene mittelbar(er) gemacht. Damit liege auch bei der NewCo-Fusion ein Mediatisierungseffekt im Sinne der Holzmüller/Gelatine-Rechtsprechung vor.<sup>540</sup>

## 2. Individualrechtlicher oder organisationsrechtlicher Ansatz?

Auch wenn der Hinweis auf die Ähnlichkeit der in beiden Fällen eintretenden Wirkungen zutrifft, darf doch nicht übersehen werden, dass die Mediatisierung nach oben im Vergleich zur Mediatisierung nach unten einen möglicherweise rechtserheblichen Unterschied aufweist. Bei der Mediatisierung nach unten beruht die Beeinträchtigung der Rechte der einzelnen Aktionäre auf einer Verschiebung im Machtgefüge der AG: Durch die Verlagerung von operativem Vermögen auf eine tiefere Konzernebene verliert die Hauptversammlung Einfluss, den der Vorstand hinzugewinnt. Bei der Mediatisierung nach oben ist das nicht der Fall. Zwar werden die Rechte der tauschenden Aktionäre mediatisiert. Im Kompetenzgefüge des deutschen Fusionspartners selbst bleibt jedoch alles, wie es war. Da sich an der Vermögenszuordnung selbst nichts ändert, haben Vorstand und Hauptversammlung des deutschen Fusionspartners in Bezug auf dieses Vermögen dieselben Rechte wie zuvor. Die einzige Veränderung, die sich insoweit ergibt, betrifft die Zusammensetzung der Hauptversammlung des deutschen Fusionspartners, in der die NewCo an die Stelle der tauschenden Aktionäre tritt.

Es stellt sich deshalb die Frage, ob die mit der Mediatisierung nach unten verbundene Verschiebung im Kompetenzgefüge der deutschen AG notwendiger Bestandteil eines Mediatisierungseffekts im Sinne der Holzmüller/Gelatine-Rechtsprechung ist.<sup>541</sup> Dies hängt wiederum davon ab, ob

---

539 Die Begriffe „Mediatisierung nach oben“ und „Mediatisierung nach unten“ werden auch im Folgenden in dem soeben genannten Sinn verwendet.

540 So die Argumentation von *Strohn*, ZHR 182 (2018), 114, 148 ff., insbes. 151 und *Muck*, Defizite im deutschen Übernahmerecht, Rn. 852 ff.

541 Wohl ebenfalls im bejahenden Sinne zu verstehen sind die Ausführungen von *Decher*, FS Lutter, S. 1209, 1224, welcher eine „Änderung der Struktur der betroffenen deutschen AG“ für erforderlich hält, damit eine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz vorliegen kann; ähnlich auch *Reichert*, in: *Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen*, § 17 Rn. 62; *Goslar*, EWIR 2019, 171, 172; *Zetzsche*, in: *KölnKommAktG*, § 179a Rn. 39.

die Annahme einer ungeschriebenen Hauptversammlungszuständigkeit ihren Rechtsgrund in dem Eingriff in die individuellen Rechte der Aktionäre – individualrechtlicher Ansatz – oder in dem Eingriff in die Kompetenzordnung der Gesellschaft – organisationsrechtlicher Ansatz – findet.

Die bisherigen Entscheidungen des BGH brauchten sich mit dieser Frage nicht ausdrücklich auseinanderzusetzen, weil sie Fälle der Mediatisierung nach unten betrafen, bei denen der Eingriff in die Rechte der Aktionäre mit dem Eingriff in die Rechte der Hauptversammlung zusammenfällt. Daraus folgt jedoch nicht, dass nur die Fälle der Mediatisierung nach unten von der Holz Müller/Gelatine-Rechtsprechung erfasst sein können.<sup>542</sup> Im Folgenden wird die einschlägige Rechtsprechung des BGH deshalb daraufhin untersucht, ob die Annahme ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen auf einem individualrechtlichen oder einem organisationsrechtlichen Ansatz beruht.

#### a) Holz Müller-Entscheidung

Der Holz Müller-Entscheidung liegt ein individualrechtlicher Ansatz zugrunde. Die Begründung ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen nimmt ihren Ausgangspunkt bei der Erwägung, dass es grundlegende Entscheidungen gebe, die so tief „in die Mitgliedsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpertes Vermögensinteresse“ eingriffen, dass der Vorstand vernünftigerweise nicht annehmen könne, sie ohne Beteiligung der Hauptversammlung ausschließlich in eigener Verantwortung treffen zu dürfen.<sup>543</sup> Auch im weiteren Gang der Begründung ist immer wieder von der „Rechtsstellung der Aktionäre“<sup>544</sup>, von deren „Mitgliedsrechten“<sup>545</sup>, „Mitgliedsstellung“<sup>546</sup> und „Mitgliedschaftsrechten“<sup>547</sup> die Rede.

---

542 So aber offenbar *Zetzsche*, in: KölnKommAktG, § 179a Rn. 39: „Auch ist der bisherigen Rechtsprechung zu *Holz Müller/Gelatine* nicht zu entnehmen, wie der Fall bei einer ‚Mediation [sic] nach oben‘ wie im Fall *Linde/Praxair* zu entscheiden ist, denn der konkrete Fall lag dem Gericht nicht vor. Daher ist die zutreffende Wertung anhand aktienrechtlicher Grundlagen zu ermitteln.“

543 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 131 – *Holz Müller*.

544 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 132 und 140 – *Holz Müller*.

545 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 134 – *Holz Müller*.

546 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 135 – *Holz Müller*.

547 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 137 – *Holz Müller*.

Der darin zum Ausdruck kommende individualrechtliche Ansatz wird dadurch bestätigt, dass der BGH jedem einzelnen Aktionär zum Schutz seines verbandsrechtlichen Anspruchs auf Achtung seiner Mitgliedsrechte einen auf dem Klagewege durchsetzbaren Abwehranspruch gegen die Gesellschaft zugesteht, „wenn der Vorstand die Hauptversammlung und damit auch die einzelnen Aktionäre bei einer Entscheidung von der nach der Sachlage gebotenen Mitwirkung ausschließt“.<sup>548</sup> In diesem Zusammenhang betont der BGH ausdrücklich, dass es dabei nicht darum gehe, dem einzelnen Aktionär ein „Ersatzaufsichtsrecht“, d.h. das Recht zuzubilligen, für die Gesellschaft gegen das – seine Grenzen überschreitende und dadurch die Ordnung des Verbandes störende – geschäftsführende Organ durch eine Klage vorzugehen, wenn das hierzu in erster Linie berufene Kontrollorgan versage. Die Klagebefugnis beruhe vielmehr darauf, dass er geltend mache, durch eine unzulässige Ausschaltung der Hauptversammlung in seiner eigenen Mitgliedsstellung betroffen zu sein.<sup>549</sup> Diese individualrechtliche Ableitung des Klagerechts steht auch in Einklang mit den Vorarbeiten in der Literatur<sup>550</sup>, auf die der BGH in seiner Urteilsbegründung verweist<sup>551</sup>.

Die mit der Mediatisierung verbundene Verschiebung im Organisationsgefüge greift der BGH demgegenüber nur an zwei Stellen als eigenständigen Argumentationstopos auf.<sup>552</sup> In beiden Fällen geschieht dies aber nicht zur Begründung der ungeschriebenen Kompetenz.

An der ersten Stelle setzt sich der BGH mit dem Einwand auseinander, dass eine auf einen verbandsrechtlichen Anspruch auf Achtung der Mitgliedsrechte gestützte Aktionärsklage gegen die Kompetenzordnung der AG verstoße, nach der es einem nicht geschäftsführenden Gesellschafter grundsätzlich versagt sei, durch Weisungen oder Verbote – möchten sie auch auf ein pflichtgemäßes Verhalten abzielen – persönlich in einfache Geschäftsführungsangelegenheiten einzugreifen. Dem hält der BGH u.a. entgegen, es könne „schwerlich von einer Störung der aktienrechtlichen Zuständigkeitsordnung gesprochen werden, wo die Klage eines Aktionärs gerade den Zweck haben soll, diese vom Vorstand verletzte Ordnung zu

---

548 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 133 – *Holz Müller*.

549 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 135 – *Holz Müller*.

550 *Knobbe-Keuk*, FS Ballerstedt, S. 239, 243 und 251 ff.; *Großfeld*, JZ 1981, 231, 234 ff.; vgl. ferner *Lutter*, AcP 180 (1980), 84, 142.

551 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 135 – *Holz Müller*.

552 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 134 und 139 – *Holz Müller*.



erhalten und damit zugleich eigene Rechte zu wahren.<sup>553</sup> Der Hinweis auf die Erhaltung der vom Vorstand verletzten Ordnung dient also nicht zur Begründung der ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz selbst, sondern zur Begründung des der Sicherung ihrer Beachtung dienenden Klagerechts des einzelnen Aktionärs. Davon abgesehen wird der Erhaltung der vom Vorstand verletzten Ordnung gerade auch der Zweck zugeschrieben, die eigenen Rechte des Aktionärs zu wahren.

An der zweiten Stelle wird die mit der Konzernbildung verbundene Verschiebung der Zuständigkeitsordnung zwar im Zusammenhang mit der ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz selbst erwähnt,<sup>554</sup> wiederum aber nicht als deren tragender Grund bezeichnet. Der Hinweis auf die Verschiebung der Zuständigkeitsordnung steht vielmehr in Zusammenhang mit der Begründung der Notwendigkeit einer Rechtsfortbildung. Ein Verzicht darauf hätte der Tendenz bereits des geltenden Aktienrechts widersprochen, das Minderheitsaktionäre auf mannigfache Weise vor einer Entwertung ihrer Mitgliedschaft durch unmittelbare oder mittelbare Eingriffe der Mehrheit oder einer von ihr beeinflussten Verwaltung, gerade auch im Konzernverband, zu schützen suche. Im Anschluss daran führt der *Senat* aus: „Denn faktische Verschiebungen der Zuständigkeits- und Vermögensordnung mithilfe von Konzernbildungen, wie sie hier infrage stehen, betreffen die Minderheit weit stärker als die Mehrheit.“<sup>555</sup> Auch an dieser Stelle geht es dem BGH also um den durch die Verschiebung der Zuständigkeitsordnung bewirkten Eingriff in die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre, hier speziell der Minderheitsaktionäre.

Schließlich kann auch aus dem Umstand, dass der BGH als Konsequenz des Eingriffs in die Rechte der Aktionäre eine Hauptversammlungskompetenz statuiert, nicht geschlossen werden, dass es gerade auf einen Eingriff in die Rechte dieses Organs ankommt. Da die Aktionäre ihre – individuellen – Rechte nach § 118 Abs. 1 AktG in der Hauptversammlung ausüben, wäre ein anderer Weg zu deren Schutz überhaupt nicht in Betracht gekommen.

---

553 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 134 – *Holz Müller; Knobbe-Keuk*, FS Ballerstedt, S. 239, 251 ff., weist ebenfalls darauf hin, dass es sich bei dem durch die Klagebefugnis geschützten Recht nicht um ein individualnütziges, d.h. den gesellschaftsfremden, persönlichen Interessen des Gesellschafters dienendes Recht handle, sondern dass dieses Recht seinen mitgliedschaftlichen Interessen an der Aufrechterhaltung des Verbandes diene.

554 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 139 – *Holz Müller*.

555 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 139 – *Holz Müller*.

Die vom BGH entwickelte ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz stellt sich daher als Instrument zum Schutz individueller Mitgliedschaftsrechte und nicht als Ausdruck einer genuin organisationsrechtlichen Notwendigkeit dar.

## b) Gelatine-Entscheidungen

Der individualrechtliche Ansatz wird durch die Gelatine-Entscheidungen bestätigt. Auch hier rekurriert der BGH immer wieder auf die Mitgliedsrechte und die Rechtsstellung der Aktionäre.<sup>556</sup> Lediglich an jeweils einer Stelle ist von einer Verringerung des Einflusses der „herrschenden Obergesellschaft und deren Hauptversammlung“<sup>557</sup> die Rede. Da aber jeweils unmittelbar davor von einem Mediatisierungseffekt zu Lasten „der Aktionäre“<sup>558</sup> die Rede ist, kann daraus nicht auf einen organisationsrechtlichen Ansatz geschlossen werden.

Dass der mit der Hauptversammlungskompetenz verfolgte Zweck in der Wahrung der individuellen Rechte der Aktionäre und nicht in der Aufrechterhaltung der Kompetenzordnung als solcher besteht, kommt auch darin zum Ausdruck, dass der BGH einer Ableitung der ungeschriebenen Kompetenz aus dem Modell einer „konzernspezifischen Binnenordnung“<sup>559</sup> eine klare Absage erteilt und die mit der erforderlichen Beteiligung der Hauptversammlung verbundene Stärkung ihres Einflusses auf Konzernbildung und -leitung ausdrücklich als bloßen Reflex der von ihm für erforderlich erachteten Beteiligung der Aktionäre qualifiziert.<sup>560</sup>

---

556 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 41, 43 und 47 – *Gelatine I*.

557 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 47 – *Gelatine I*; BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 154/02, NZG 2004, 575, 579 – *Gelatine II*.

558 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 47 – *Gelatine I*; BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 154/02, NZG 2004, 575, 579 – *Gelatine II*.

559 Siehe dazu *Lutter*, FS Stimpel, S. 825, 833 ff.; *Timm*, Die Aktiengesellschaft als Konzernspitze, S. 135 ff., 165 ff.; *U.H. Schneider*, FS Bärmann, S. 873, 881 ff.

560 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 39.

c) Delisting-Entscheidungen

Auch den sog. *Delisting*-Entscheidungen<sup>561</sup> ist nicht zu entnehmen, dass die ungeschriebenen Kompetenzen statt auf einem individualrechtlichen auf einem organisationsrechtlichen Ansatz beruhen.

*Zetzsche* zieht daraus, dass der BGH in ihnen in Bezug auf das *Delisting* eine Mediatisierung im Sinne der Holzmüller/Gelatine-Rechtsprechung verneint hat, zwar den Schluss, dass eine Mediatisierung durch Einflussnahme auf den Aktionärskreis keine Hauptversammlungskompetenz begründen könne.<sup>562</sup>Eine genaue Analyse der Entscheidungen bestätigt diese Lesart aber nicht. Die Passage des Macrotron-Urteils, in dem die Herleitung der Hauptversammlungskompetenz aus den Grundsätzen des Holzmüller-Urteils abgelehnt wird, lautet wie folgt:

„Allerdings kann die Zuständigkeit der Hauptversammlung für die Entscheidung über das reguläre Delisting nicht daraus hergeleitet werden, daß mit ihr in die Innenstruktur der Aktiengesellschaft oder in die Mitverwaltungsrechte der Aktionäre eingegriffen würde. Denn die innere Struktur der Gesellschaft wird dadurch, daß sie sich von der Börse zurückzieht, nicht verändert [...] Ebensowenig werden der Bestand des Mitgliedschaftsrechts – wie etwa bei der Regelung des ‚Squeeze out‘ im Sinne der §§ 327a ff. AktG – oder das Mitgliedschaftsrecht als relatives Beteiligungsrecht (Dividendenrecht, Anspruch auf Liquidationsanteil) berührt, der Vermögenswert der Beteiligung verwässert (vgl. dazu insgesamt BGHZ 71, 40 – Kali und Salz) bzw. ausgezehrt (BGHZ 135, 374, 378 f. – Guano) oder die mitgliedschaftliche Stellung des Aktionärs durch Mediatisierung seiner Mitwirkungsrechte geschwächt (BGHZ 83, 129, 136 ff. – Holzmüller).“<sup>563</sup>

Der *II. Zivilsenat* spricht damit zwar den Umstand an, dass das *Delisting* nicht in die innere Struktur der Gesellschaft eingreift. Schon aus der Verwendung der Konjunktion „oder“ in dem einleitenden Satz und des einleitenden Worts „ebensowenig“ in dem übernächsten Satz geht aber hervor, dass er den fehlenden Eingriff in die Innenstruktur der Aktiengesellschaft und den fehlenden Eingriff in die Mitverwaltungsrechte der Aktionäre nicht gleichsetzt, sondern selbständig nebeneinanderstellt. Der Hinweis

---

561 BGH, Urt. v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47 – *Macrotron*; BGH, Beschl. v. 8.10.2013 – II ZB 26/12, AG 2013, 877 – *Frosta*.

562 Vgl. *Zetzsche*, in: KölnKommAktG, § 179a Rn. 44.

563 BGH, Urt. v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 54 – *Macrotron*.

auf die fehlende Veränderung der inneren Struktur der Gesellschaft steht damit in keinem sachlichen Zusammenhang mit dem erst am Schluss des folgenden Satzes zitierten Holz Müller-Urteil. Dass dieses im Fall des *Delisting* nicht einschlägig ist, wird vom BGH allein mit dem Hinweis auf die fehlende Mediatisierung begründet.

Die Sichtweise, dass die Mediatisierung keine Veränderung der inneren Struktur der Gesellschaft voraussetzt, wird auch durch den *Frosta*-Beschluss bestätigt. Dort heißt es zu Holz Müller/Gelatine lediglich: „Die mitgliedschaftsrechtliche Stellung des Aktionärs wird durch den Rückzug von der Börse nicht wie bei einer Mediatisierung seiner Mitwirkungsrechte geschwächt.“<sup>564</sup> Das Fehlen einer mit dem *Delisting* verbundenen Strukturveränderung der Gesellschaft wird erst an einer späteren Stelle, die keinen Bezug zur Holz Müller-Rechtsprechung mehr aufweist, erwähnt.<sup>565</sup>

Auch den *Delisting*-Entscheidungen ist somit kein Hinweis darauf zu entnehmen, dass eine Veränderung der inneren Struktur der Gesellschaft notwendige Voraussetzung einer ungeschriebenen Hauptversammlungs-zuständigkeit nach der Holz Müller/Gelatine-Rechtsprechung ist.

### 3. Notwendigkeit einer Vermögensverschiebung?

Fraglich ist des weiteren, ob die Beurteilung einer Maßnahme als Mediatisierungsvorgang eine Verlagerung von Gesellschaftsvermögen voraussetzt, an der es bei einer Fusion durch NewCo-Übernahme fehlt, weil das Vermögen der AG vollständig und in seiner bisherigen Form erhalten bleibt.<sup>566</sup>

Aus rechtsökonomischer Sicht wird für diese Sichtweise auf die Stellung der Aktionäre als Residualgläubiger der Gesellschaft verwiesen. Da diese im Insolvenzfall erst nach vollständiger Befriedigung aller anderen Gläubiger Rückzahlungen aus dem Gesellschaftsvermögen erwarten könnten, hätten sie auch das stärkste Interesse daran, die Verwaltung der Gesellschaft beim Umgang mit dem ihr anvertrauten Vermögen zu überwa-

---

564 BGH, Beschl. v. 8.10.2013 – II ZB 26/12, AG 2013, 877 Rn. 4 – *Frosta* (Nachweise ausgelassen).

565 BGH, Beschl. v. 8.10.2013 – II ZB 26/12, AG 2013, 877, 878 Rn. 11 ff. – *Frosta*: An dieser Stelle prüft der II. Zivilsenat, ob sich eine Hauptversammlungskompetenz aus einer Gesamtanalogie zu den gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen ableiten lässt.

566 In diesem Sinne ist wohl *Zetzsche*, in: KölnKommAktG, § 179a Rn. 42 f. zu verstehen; ferner: *Seidel/Kromer*, AG 2019, 206, 209.

chen.<sup>567</sup> Erkenne man die Residualgläubigerstellung der Aktionäre als Grundlage der Kompetenzen der Hauptversammlung an, könne eine Hauptversammlungskompetenz nur in den Fällen bestehen, in denen es um den Einsatz von Vermögen der Gesellschaft gehe.<sup>568</sup>

Diese Argumentation vermag aber schon deshalb nicht zu überzeugen, weil das Wesen der Aktiengesellschaft gerade in der Trennung von Eigentum und Kontrolle besteht: Die Aktionäre vertrauen die Sorge für ihr Vermögen dem dafür sachkundigeren Vorstand an.<sup>569</sup> Diesem obliegt es, die Gesellschaft in eigener Verantwortung zu leiten (§ 76 Abs. 1 AktG). Der Hauptversammlung steht ein originäres Mitwirkungsrecht an geschäftspolitischen Entscheidungen auch dann nicht zu, wenn diese für die Gesellschaft von besonderer Tragweite oder mit besonderen Risiken verbunden sind. Einen Zustimmungsvorbehalt für bestimmte Arten von Geschäften sieht § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG nur zugunsten des Aufsichtsrats vor. An diese Grundentscheidung des AktG hat auch die Holz Müller/Gelatine-Rechtsprechung des BGH nicht gerührt. Das im Anteilseigentum verkörperte Vermögensinteresse der Aktionäre kann danach nicht als solches eine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz begründen, sondern nur dann, wenn es durch einen Eingriff in deren Mitgliedsrechte berührt wird.<sup>570</sup>

Sind die Vermögensinteressen der Aktionäre aber kein hinreichender Grund für eine – geschriebene oder ungeschriebene – Hauptversammlungskompetenz, kann diese umgekehrt auch nicht davon abhängig gemacht werden, dass eine bestimmte Maßnahme unmittelbare Auswirkungen auf das Vermögen der Gesellschaft hat.

---

567 *Zetzsche*, in: KölnKommAktG, § 179a Rn. 42.

568 So wohl *Zetzsche*, in: KölnKommAktG, § 179a Rn. 43: „Ist Sachgrund der Aktionärskompetenz danach deren Finanzierungsbeitrag bei gleichzeitig schlechtem Insolvenzrang, muss die Aktionärskompetenz der HV grds. so weit reichen, wie Mittel der Aktionäre in der Gesellschaft gebunden sind. [...] Umgekehrt muss die Kompetenz dort enden, wo nicht mit Mitteln der Gesellschaft, sondern im Rechtssinn Dritter das Angebot [scil.: das Übernahmeangebot an die Aktionäre der Gesellschaft] finanziert wird.“

569 Vgl. *Armour/Enriques/Hansmann/Kraakman*, in: Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, S. 50.

570 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 131 – *Holz Müller*.

#### 4. Zwischenergebnis

Der Eingriff in die mitgliedschaftlichen Rechte der Aktionäre ist der prägende Argumentationstopos der höchstrichterlichen Entscheidungen. Es ist davon auszugehen, dass der BGH darunter einen Eingriff in die Rechte der einzelnen Aktionäre versteht, der mit einer Strukturveränderung der Gesellschaft verbunden sein kann, aber nicht notwendig verbunden sein muss. Die Mediatisierung nach oben ist damit grundsätzlich ein Eingriff im Sinne der Holz Müller/Gelatine-Rechtsprechung.

#### II. Quantitatives Element

Dem quantitativen Element kommt bei der hier interessierenden Mediatisierung nach oben keine eigenständige Bedeutung zu.

Es wurde für Fälle der Mediatisierung nach unten entwickelt, weil davon ganz unterschiedlich große Teile des Gesellschaftsvermögens betroffen sein können, eine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz aber nur in den Fällen bestehen soll, in denen das Gewicht der betreffenden Maßnahme dem einer Satzungsänderung nahekommt.<sup>571</sup>

Das Wesen der Mediatisierung nach oben besteht hingegen gerade darin, dass die von ihr betroffenen Aktionäre um eine Konzernebene nach oben verschoben werden, so dass ihr Einfluss notwendigerweise hinsichtlich des *gesamten* Gesellschaftsvermögens mediatisiert wird. Das Abgrenzungsproblem, welches das quantitative Element im Fall der Mediatisierung nach unten lösen soll, stellt sich daher im Fall der Mediatisierung nach oben nicht. Diese tritt entweder hinsichtlich des gesamten Vermögens der Gesellschaft oder gar nicht ein.

Variabel ist in den Fällen der Mediatisierung nach oben lediglich die Quote derjenigen Aktionäre, die von der Mediatisierung betroffen sind. Diese Quote als Bezugspunkt für das quantitative Element zu wählen wäre indessen verfehlt. Grundlage der Holz Müller/Gelatine-Grundsätze ist die Beeinträchtigung der Rechte der einzelnen Aktionäre. Wie viele Aktionäre von einer Maßnahme beeinträchtigt werden, ist jedoch kein Gradmesser für das Maß der Beeinträchtigung des einzelnen Aktionärs.

---

571 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 131 – *Holz Müller*.

B. Beeinträchtigung der nicht tauschenden Aktionäre: Konzernierung

Die nicht tauschenden Aktionäre finden sich nach Vollzug des Übernahmeangebots als Mitglieder eines Unternehmens wieder, dessen Mehrheitsaktionär die NewCo ist.

Dieser Zustand stellt sich im aktienrechtlichen Sinne als Abhängigkeitsverhältnis dar. Von einem in Mehrheitsbesitz stehenden Unternehmen wird nach § 17 Abs. 2 AktG vermutet, dass es von dem an ihm mit Mehrheit beteiligten Unternehmen abhängig ist. Mit Mehrheit beteiligt ist ein Unternehmen an einem anderen Unternehmen nach § 16 Abs. 1 AktG dann, wenn ihm daran – nach näherer Maßgabe des § 16 Abs. 2 bis 4 AktG – die Mehrheit der Anteile gehört oder die Mehrheit der Stimmrechte zusteht. In der Hand der NewCo sind nach Vollzug des Übernahmeangebots beide Voraussetzungen erfüllt. Besondere Gründe, die die aus der Mehrheitsbeteiligung folgende Abhängigkeitsvermutung widerlegen könnten,<sup>572</sup> werden in den Fällen der NewCo-Fusion regelmäßig nicht vorhanden sein.

Die NewCo erfüllt auch die Merkmale eines herrschenden *Unternehmens*. Der Unternehmensbegriff ist im AktG nicht definiert und kann auch nicht für alle Regelungszusammenhänge einheitlich bestimmt werden.<sup>573</sup> Bei einer am Normzweck ausgerichteten Interpretation<sup>574</sup> kann herrschendes Unternehmen i.S.d. § 17 AktG jeder Gesellschafter unabhängig von seiner Rechtsform sein, der neben der Beteiligung an der AG anderweitige wirtschaftliche Interessenbindungen aufweist, die nach Art und Intensität die ernsthafte Sorge begründen, er könne ihretwegen seinen aus der Mitgliedschaft folgenden Einfluss auf die AG in einem für diese und die außenstehenden Aktionäre nachteiligen Sinne ausüben.<sup>575</sup> Liegt die Interessenbindung in der Beteiligung an einer anderen Gesellschaft, ist diese Besorgnis dann gegeben, wenn seine Beteiligung „maßgeblich“ ist und somit die Möglichkeit besteht, dass sich der Mehrheitsaktionär unter Ausübung

---

572 In Betracht kommen z.B. Satzungsregelungen, die Stimmrechtsbeschränkungen vorsehen oder besondere Mehrheitserfordernisse aufstellen, zwischen den Gesellschaftern der Tochtergesellschaft vereinbarte Stimmrechtsbindungen oder ein sog. Entherrschungsvertrag; vgl. dazu im Einzelnen *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 17 Rn. 21 f.

573 *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 15 Rn. 9.

574 *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 15 Rn. 9.

575 BGH, Urt. v. 13.10.1977 – II ZR 123/76, BGHZ 69, 334, 336 ff.; BGH, Beschl. v. 8.5.1979 – KVR 1/78, BGHZ 74, 359, 364 f.; BGH, Urt. v. 18.6.2001 – II ZR 212/99, BGHZ 148, 123, 125; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 15 Rn. 10.

von Leitungsmacht auch in anderen Gesellschaften unternehmerisch betätigt.<sup>576</sup> Diese Voraussetzungen sind im Fall der NewCo schon deshalb erfüllt, weil diese zugleich an dem Fusionspartner der AG mehrheitlich beteiligt ist.

Das durch die Mehrheitsbeteiligung der NewCo begründete Abhängigkeitsverhältnis stellt im Rahmen der gesamten Transaktion zwar nur ein Durchgangsstadium dar, dem im weiteren Verlauf die Bildung eines Vertragskonzerns und der Ausschluss der verbliebenen Aktionäre gegen Barabfindung folgen sollen. Dennoch bildet es für die Beurteilung der Frage, ob für den Abschluss des BCA eine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz besteht, den einzig möglichen Prüfungsgegenstand, weil für die darauf folgenden Schritte – den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags und den *Squeeze-Out* – schon kraft Gesetzes die Zustimmung der Hauptversammlung erforderlich ist (vgl. § 291 Abs. 1 Satz 1 i.V.m. § 293 Abs. 1 AktG bzw. § 327a AktG). Die mit diesen weiteren Schritten verbundenen Wirkungen können für die Begründung einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz daher allenfalls unter dem Gesichtspunkt von Bedeutung sein, dass die mit dem ersten Schritt vollzogene Veränderung der Mehrheitsverhältnisse in der Hauptversammlung die Voraussetzungen für das Zustandekommen der entsprechenden Beschlüsse schafft.

### I. Fehlender Konzerneingangsschutz als Argument gegen Hauptversammlungskompetenz?

Nach Ansicht des LG München I kann die mit dem Vollzug des Umtauschangebots verbundene Abhängigkeitsfolge schon deshalb keine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz für den Abschluss des BCA begründen, weil auf diese Weise ein im deutschen Konzernrecht nicht vorgesehener Konzerneingangsschutz geschaffen würde.<sup>577</sup> Die Annahme einer Hauptversammlungskompetenz würde dazu führen, dass die Hauptversammlung über die Zusammensetzung des Aktionärskreises entscheiden könnte. Darüber habe aber grundsätzlich jeder einzelne Aktionär für sich zu entscheiden, indem er seine Aktie entweder behalte oder veräußere. Die Hauptversammlung sei nur in eng umgrenzten Ausnahmefällen – wie dem

---

576 BGH, Urt. v. 18.6.2001 – II ZR 212/99, BGHZ 148, 123, 125.

577 LG München I, Urt. v. 20.12.2018 – 5 HK O 15236/17, ZIP 2019, 266, 270 – *Linde*.



Ausschluss von Aktionären im Rahmen eines aktien- oder umwandlungsrechtlichen *Squeeze-Out* oder der Zustimmung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien – zu Entscheidungen über die Zusammensetzung des Aktionariats berufen.<sup>578</sup> In der Sache das Gleiche ist mit dem Hinweis gemeint, dass eine Kompetenz der Hauptversammlung ausscheiden müsse, weil sich das von der NewCo abgegebene Übernahmeangebot an jeden Aktionär einzeln und nicht an das Kollektiv der Aktionäre richte.<sup>579</sup>

Ein Konzerneingangsschutz im Sinne systematischer Vorkehrungen gegen die Entstehung beherrschenden Einflusses auf die Gesellschaft ist dem Aktienrecht in der Tat fremd. Die §§ 311 ff. AktG enthalten keine Regelungen zur Sicherung der Unabhängigkeit der Gesellschaft, sondern setzen deren Abhängigkeit tatbestandlich voraus und stellen für diesen Fall Instrumente zum Schutz der Minderheitsaktionäre zur Verfügung. Dabei handelt es sich um eine bewusste Entscheidung des Gesetzgebers, der die AG als „konzernoffene“ Rechtsform ausgestalten wollte.<sup>580</sup>

Auch satzungsmäßige Vorkehrungen gegen die Begründung von Abhängigkeit lässt das Gesetz nur in engen Grenzen zu.<sup>581</sup> So ist die Festlegung von Höchststimmrechten nach § 134 Abs. 1 Satz 2 AktG<sup>582</sup> nur noch bei nichtbörsennotierten Gesellschaften möglich. Die in § 68 Abs. 2 Satz 1 AktG vorgesehene Möglichkeit, die Übertragung von Namensaktien an die Zustimmung der Gesellschaft zu binden, besteht zwar auch bei börsennotierten Gesellschaften. Eine Satzungsregelung des Inhalts, dass diese Zustimmung im Fall einer von der Übertragung drohenden Abhängigkeit generell zu versagen ist, wäre aber unzulässig.<sup>583</sup> Die nachträgliche Einfüh-

---

578 LG München I, Urt. v. 20.12.2018 – 5 HK O 15236/17, ZIP 2019, 266, 270 f. – *Linde*.

579 *Marsch-Barner*, in: Semler/Volhard, Arbeitshandbuch Unternehmensübernahmen, § 7 Rn. 61; *Reichert*, in: Semler/Volhard, Arbeitshandbuch Unternehmensübernahmen, § 17 Rn. 62; *ders.*, in: MünchHdbGesR, Bd. 6, § 62 Rn. 46; in diesem Sinne auch *Wilsing*, FS Marsch-Barner, S. 595, 602; *Zetzsche*, in: Köln KommAktG, § 179a Rn. 43; *Stöcker*, Rechtsfragen grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse, S. 123 und S. 125 f.

580 *Altmeyden*, in: MünchKommAktG, Vor § 311 Rn. 33 und 36; *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, § 17 IV 1, S. 508; *Müller*, in: Spindler/Stilz, AktG, Vor § 311 Rn. 37.

581 Zu den in Betracht kommenden Möglichkeiten s. im Einzelnen *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, Vor § 311 AktG Rn. 2 f.

582 In der Fassung des Art. I Nr. 20 des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) v. 27.4.1998 (BGBl. I 1998, 786).

583 *Altmeyden*, in: MünchKommAktG, Vor § 311 Rn. 72; § 68 Abs. 2 Satz AktG lässt nur die Bestimmung der Gründe zu, aus denen die Zustimmung verweigert werden darf.

zung oder Verschärfung einer Vinkulierung ist praktisch ausgeschlossen, weil der Beschluss über eine entsprechende Satzungsänderung nach § 180 Abs. 2 AktG der Zustimmung aller Aktionäre bedürfte.

Bei der Frage, ob der Abschluss eines BCA mit dem Ziel der Herbeiführung der Abhängigkeit einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz unterliegt, geht es indessen nicht um die Konzernoffenheit der AG als solche, sondern darum, ob der Vorstand ohne Zustimmung der Aktionäre einen Prozess in Gang setzen darf, an dessen Ende die Abhängigkeit der Gesellschaft stehen soll. Die entscheidende Frage lautet somit nicht, ob es die Aktionäre hinzunehmen haben, dass ihre Gesellschaft abhängig wird, sondern ob sie es hinnehmen müssen, dass der *Vorstand* die Gesellschaft ohne ihre Zustimmung in die Abhängigkeit führt. Dies ist keine Frage des Konzernrechts, sondern eine solche der aktienrechtlichen Kompetenzordnung.<sup>584</sup>

## II. Maßstab

*Hoffmann*<sup>585</sup> hält es für „mit Händen greifbar“, dass Entscheidungen, bei denen es letztlich um die Kontrolle über die Gesellschaft gehe, weit über den Kreis normaler Geschäftsführungsmaßnahmen hinausgingen und der Vorstand als Sachwalter der Aktionäre die Abhängigkeit der Gesellschaft nicht ohne deren Zustimmung gezielt herbeiführen dürfe. Diese anscheinend seinem Rechtsgefühl entspringende Bewertung ersetzt allerdings nicht die Feststellung, unter welchem Gesichtspunkt hierdurch in die Mitgliedschaftsrechte der nicht tauschenden Aktionäre eingegriffen wird.

Ein Mediatisierungseffekt ist für sie mit dem Vollzug des Umtauschgebots ersichtlich nicht verbunden. Denn der Grad der Unmittelbarkeit ihrer Mitwirkungsbefugnisse in Bezug auf das Vermögen der Gesellschaft wird durch die Entstehung eines Abhängigkeitsverhältnisses zur NewCo nicht verändert, so dass nur ein sonstiger tiefer Eingriff in die Rechtsstellung der nicht tauschenden Aktionäre in Betracht kommt.

Wie oben<sup>586</sup> dargelegt wurde, ist eine solche Möglichkeit nach der Rechtsprechung des BGH nicht grundsätzlich auszuschließen. Allerdings fehlt es in Bezug auf Maßnahmen ohne Mediatisierungseffekt in der höchstrichterlichen Rechtsprechung an Maßstäben dafür, in welchen Fäl-

---

584 *Hoffmann*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 119 Rn. 33a.

585 *Hoffmann*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 119 Rn. 33a.

586 Siehe oben S. 131 ff.

len ein solcher Eingriff angenommen werden kann. Ob die Begründung eines Abhängigkeitsverhältnisses eine solche Wirkung haben kann, lässt sich nur durch eine ins Einzelne gehende Analyse der damit verbundenen Folgen beurteilen.

### III. Folgen der Abhängigkeit

#### 1. Veränderung der innergesellschaftlichen Willensbildung durch Eintritt eines Mehrheitsaktionärs

Das Aktiengesetz ist auf das Leitbild einer unabhängigen Publikums-AG hin geordnet.<sup>587</sup> Diese ist durch eine große Zahl jeweils nur in relativ kleinem Umfang beteiligter Aktionäre gekennzeichnet,<sup>588</sup> deren Interessen im Ausgangspunkt – nämlich im Interesse an einem möglichst hohen Gewinn der Gesellschaft<sup>589</sup> – gleichgerichtet sind.<sup>590</sup> Konflikte, die sich jenseits dieses übereinstimmenden Grundinteresses – z.B. aus unterschiedlichen Vorstellungen über die Ausschüttungspolitik – ergeben, werden in der Hauptversammlung nach dem Mehrheitsprinzip gelöst, dessen Legitimation gerade darin liegt, dass die Beschlüsse in einer Publikums-AG mit wechselnden Mehrheiten zustande kommen können.<sup>591</sup>

Dieses Organisationsgefüge verschiebt sich, wenn ein einzelner Aktionär eine Beteiligung hält, die ihm eine – zumindest faktische – Hauptversammlungsmehrheit gewährt. In diesem Fall können Beschlüsse der Hauptversammlung nur noch mit den Stimmen des Mehrheitsaktionärs gefasst werden und bringen damit letztlich dessen Willen zum Aus-

---

587 *Binnewies*, Die Konzerneingangskontrolle in der abhängigen Gesellschaft, S. 2; *Emmerich/Habersack*, Konzernrecht, § 1 Rn. 23; vgl. auch *Kropff*, Aktiengesetz, S. 373 ff.

588 *Emmerich/Habersack*, Konzernrecht, § 1 Rn. 23.

589 *Binnewies*, Die Konzerneingangskontrolle in der abhängigen Gesellschaft, S. 2; *Emmerich/Habersack*, Konzernrecht, § 1 Rn. 23; *Seydel*, Konzernbildungskontrolle bei der Aktiengesellschaft, S. 37; *Kropff*, in: Lutter/Semler, Rechtsgrundlagen freiheitlicher Unternehmenswirtschaft, S. 71, 73.

590 *Seydel*, Konzernbildungskontrolle bei der Aktiengesellschaft, S. 37; *Kropff*, in: Lutter/Semler, Rechtsgrundlagen freiheitlicher Unternehmenswirtschaft, S. 71, 73.

591 Vgl. *Binnewies*, Die Konzerneingangskontrolle in der abhängigen Gesellschaft, S. 2.

druck.<sup>592</sup> Damit entfällt die Gewähr dafür, dass die Entscheidungen der Hauptversammlung die im Interesse aller Aktionäre „richtigen“ sind.<sup>593</sup>

Zugleich kann das Vorhandensein eines Mehrheitsaktionärs auch die Stellung und das Verhalten von Vorstand und Aufsichtsrat verändern.<sup>594</sup> Formal bleiben diese zwar weiter von Weisungen der Aktionäre unabhängig. Da der Mehrheitsaktionär aber die Zusammensetzung der Kapitalseite des Aufsichtsrats (§ 101 Abs. 1 Satz 1 AktG) und damit auch die Zusammensetzung des Vorstands (§ 84 Abs. 1 Satz 1 AktG) beeinflussen kann, besteht die naheliegende Möglichkeit, dass die Mitglieder dieser Organe ihre Amtsführung an dessen Interessen ausrichten<sup>595</sup> und dessen Einflussnahmen nachgeben, um das eigene Mandat nicht zu gefährden.<sup>596</sup>

Durch die damit verbundene Veränderung drohen den Minderheitsaktionären allerdings so lange keine gravierenden Nachteile, wie sich die wirtschaftlichen Interessen des Mehrheitsaktionärs auf die von ihm beherrschte AG beschränken und damit im Grundsatz mit denjenigen der Minderheitsaktionäre übereinstimmen.<sup>597</sup>

## 2. Abhängigkeit von einem anderen Unternehmen

Anders liegen die Verhältnisse dann, wenn es sich bei dem Mehrheitsaktionär um ein Unternehmen handelt. In diesem Fall teilt der Mehrheitsaktionär nicht mehr notwendigerweise das Interesse der Minderheitsaktionäre an der Erwirtschaftung eines möglichst hohen Gewinns durch die AG selbst.<sup>598</sup> Er kann stattdessen daran interessiert sein, Gewinne in anderen zu seiner wirtschaftlichen Interessenssphäre gehörenden Unternehmen anfallen zu lassen<sup>599</sup> und den Vorstand zu entsprechenden Gewinnverlage-

---

592 *Binnewies*, Die Konzerneingangskontrolle in der abhängigen Gesellschaft, S. 2.

593 *Binnewies*, Die Konzerneingangskontrolle in der abhängigen Gesellschaft, S. 2 f.

594 *Binnewies*, Die Konzerneingangskontrolle in der abhängigen Gesellschaft, S. 4.

595 *Wiedemann*, Die Unternehmensgruppe im Privatrecht, S. 44.

596 *Binnewies*, Die Konzerneingangskontrolle in der abhängigen Gesellschaft, S. 4; *Emmerich/Habersack*, Konzernrecht, § 1 Rn. 25; *Seydel*, Konzernbildungskontrolle bei der Aktiengesellschaft, S. 38.

597 *Binnewies*, Die Konzerneingangskontrolle in der abhängigen Gesellschaft, S. 3; *Seydel*, Konzernbildungskontrolle bei der Aktiengesellschaft, S. 37.

598 *Binnewies*, Die Konzerneingangskontrolle in der abhängigen Gesellschaft, S. 3.

599 Vgl. *Binnewies*, Die Konzerneingangskontrolle in der abhängigen Gesellschaft, S. 5; *Kropff*, in: Lutter/Semler, Rechtsgrundlagen freier Unternehmensewirtschaft, S. 71, 73; *Seydel*, Konzernbildungskontrolle bei der Aktiengesellschaft, S. 37.

rungen zu veranlassen.<sup>600</sup> Dadurch kann der Anspruch der Minderheitsaktionäre auf den ihnen zustehenden Anteil am Bilanzgewinn (§ 58 Abs. 4 AktG) dauerhaft ausgehöhlt werden.<sup>601</sup>

Der Gesetzgeber des Aktiengesetzes 1965 hat diese Gefahren erkannt und zur Wahrung der Interessen der Minderheitsaktionäre das Schutzsystem der § 311 ff. AktG eingeführt.<sup>602</sup> Sein Regelungsansatz besteht darin, die nachteiligen Folgen, die sich durch den Einfluss des herrschenden Unternehmens auf die abhängige Gesellschaft ergeben können, auszugleichen.<sup>603</sup>

Zentrale Norm dieses Systems ist § 311 Abs. 1 AktG. Besteht kein Beherrschungsvertrag, darf das herrschende Unternehmen danach seinen Einfluss nicht dazu benutzen, eine abhängige Gesellschaft zu veranlassen, ein für sie nachteiliges Rechtsgeschäft vorzunehmen oder Maßnahmen zu ihrem Nachteil zu treffen oder zu unterlassen, es sei denn, dass die Nachteile ausgeglichen werden. Dies bedeutet ins Positive gewendet: Das Gesetz lässt nachteilige Einflussnahmen durch das herrschende Unternehmen zu, wenn diese Nachteile durch Gewährung gleichwertiger Vorteile ausgeglichen und die Vermögensinteressen der abhängigen Gesellschaft damit gewahrt werden.<sup>604</sup>

Nachteil i.S.v. § 311 Abs. 1 AktG ist jede Minderung oder konkrete Gefährdung der Vermögens- und Ertragslage der Gesellschaft ohne Rücksicht auf Quantifizierbarkeit, soweit die genannte Beeinträchtigung als Abhängigkeitsfolge eintritt.<sup>605</sup> Dabei ist auf das gedachte Verhalten einer entsprechend den Sorgfaltsanforderungen des § 93 Abs. 1 AktG geführten Gesellschaft abzustellen, die – abgesehen von dem Bestehen eines Abhängigkeitsverhältnisses zu dem herrschenden Unternehmen – unter gleichen tatsächlichen und rechtlichen Bedingungen wie die abhängige Gesellschaft

---

600 Vgl. *Binnewies*, Die Konzerneingangskontrolle in der abhängigen Gesellschaft, S. 4 f.

601 *Emmerich/Habersack*, Konzernrecht, § 1 Rn. 25.

602 *Kropff*, Aktiengesetz, S. 373 f.

603 Vgl. nur *Müller*, in: *Spindler/Stilz*, AktG, § 311 Rn. 2 ff.

604 *Habersack*, in: *Emmerich/Habersack*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 311 AktG Rn. 2; *Altmeppen*, in: *MünchKommAktG*, § 311 Rn. 26.

605 BGH, Urt. v. 31.5.2011 – II ZR 141/09, BGHZ 190, 7, 20 f. Rn. 37; BGH, Urt. v. 1.12.2008 – II ZR 102/07, BGHZ 179, 71, 75 Rn. 8; BGH, Urt. v. 1.3.1999 – II ZR 312/97, BGHZ 141, 79, 84; ebenso *Habersack*, in: *Emmerich/Habersack*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 311 AktG Rn. 39; *Koch*, in: *Hüffer/Koch*, AktG, § 311 Rn. 24; *Müller*, in: *Spindler/Stilz*, AktG, § 311 Rn. 27.

agiert.<sup>606</sup> Maßgebend für die Beurteilung der Nachteiligkeit und der Höhe des Nachteils ist der Zeitpunkt, zu dem das Rechtsgeschäft vorgenommen oder die sonstige Maßnahme getroffen oder unterlassen wurde.<sup>607</sup>

Ist der in § 311 Abs. 1 AktG vorgesehene Ausgleich nicht während des Geschäftsjahres tatsächlich erfolgt, so muss spätestens bis zu dessen Ende bestimmt werden, wann und durch welche Vorteile der Nachteil ausgeglichen werden soll, und der abhängigen Gesellschaft ein Rechtsanspruch auf diese Vorteile eingeräumt werden (§ 311 Abs. 2 AktG).

Flankiert wird dieser Ausgleichsmechanismus durch den Abhängigkeitsbericht, in welchem der Vorstand der abhängigen Gesellschaft jedes Jahr umfassend gegenüber dem Aufsichtsrat Rechenschaft über die Beziehungen der abhängigen Gesellschaft zu verbundenen Unternehmen abzulegen (§ 312 Abs. 1 AktG) und an dessen Schluss er sich darüber zu erklären hat, ob der Gesellschaft durch die darin aufgelisteten Maßnahmen Nachteile erwachsen sind und ob für diese ggf. ein Ausgleich nach Maßgabe des § 311 Abs. 2 AktG erfolgt ist. Dieser Bericht wird vom Abschlussprüfer (§ 313 AktG) und vom Aufsichtsrat (§ 314 AktG) geprüft. Über das Ergebnis seiner Prüfung hat der Aufsichtsrat der Hauptversammlung zu berichten (§ 314 Abs. 2 Satz 1 AktG). Unter den Voraussetzungen des § 315 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 bis 3 AktG kann das Gericht auch auf Antrag eines einzelnen Aktionärs Sonderprüfer zur Prüfung der geschäftlichen Beziehungen der Gesellschaft zu dem herrschenden oder mit ihm verbundenen Unternehmen bestellen.

Wird die Ausgleichspflicht nach § 311 AktG nicht – rechtzeitig – erfüllt, haften das herrschende Unternehmen und seine gesetzlichen Vertreter auf Schadensersatz (§ 317 Abs. 1 und 3 AktG). Daneben haften nach § 318 Abs. 1 und 2 AktG auch die Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder der abhängigen Gesellschaft, wenn sie ihren sich aus dem Abhängigkeitsverhältnis ergebenden Berichts- und Prüfungspflichten nicht nachgekommen sind.

---

606 BGH, Urt. v. 1.3.1999 – II ZR 312/97, BGHZ 141, 79, 84, 88; *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 311 AktG Rn. 39; *Müller*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 311 Rn. 30; *Vetter*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 311 Rn. 41; *Krieger*, in: MünchHdbGesR, Bd. 4, § 70 Rn. 82.

607 *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 311 AktG Rn. 44; *Müller*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 311 Rn. 29.

### 3. Bewertung des Schutzsystems der §§ 311 ff. AktG

*Hoffmann*<sup>608</sup> leitet schon aus der Existenz des konzernrechtlichen Schutzsystems der §§ 311 ff. AktG ab, dass die Begründung der Abhängigkeit von einem anderen Unternehmen einen tiefen Eingriff in die Mitgliedschaftsrechte der Minderheitsaktionäre darstellt. Diese Einschätzung setzt jedoch voraus, dass es den ihm zgedachten Zweck nicht oder nicht vollständig erfüllen kann. Anderenfalls spräche sein Vorhandensein gerade für den entgegengesetzten Schluss.

In den ersten Jahrzehnten nach Inkrafttreten des Aktiengesetzes 1965 wurde die Wirksamkeit des konzernrechtlichen Schutzsystems vielfach negativ beurteilt.<sup>609</sup> Inzwischen überwiegt ein eher positives, zumindest aber differenziertes Urteil.<sup>610</sup> Zu dessen Begründung wird vor allem darauf hingewiesen, dass in der Wirtschafts- und Gerichtspraxis keine unerträglichen Defizite zutage getreten seien.<sup>611</sup> Daneben werden die Vorzüge einer – durch das Regelungssystem der §§ 311 ff. AktG ermöglichten – dezentralen Konzernführung hervorgehoben.<sup>612</sup>

Dennoch ist nicht zu verkennen, dass ein auf dem Ausgleich einzelner nachteiliger Maßnahmen basierendes System zum Teil beträchtliche Abgrenzungs- und Durchsetzungsprobleme aufwirft,<sup>613</sup> die insbesondere die Fragen betreffen, ob ein Verhalten der abhängigen Gesellschaft auf Konzerneinwirkungen zurückgeht und ob die von dem herrschenden Unternehmen veranlasste Maßnahme aus Sicht der abhängigen Gesellschaft nachteilig ist.<sup>614</sup>

Bei Rechtsgeschäften kommt es für die Beurteilung der Nachteiligkeit darauf an, ob das Verhältnis zwischen Leistung und Gegenleistung auf der

---

608 *Hoffmann*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 119 Rn. 33a.

609 Vgl. die Zusammenstellung der Kritikpunkte in: Bundesministerium der Justiz, Bericht über die Verhandlungen der Unternehmensrechtskommission, Rn. 1387 ff.

610 Siehe vor allem *Altmeyen*, in: MünchKommAktG, Vor § 311 Rn. 28 f.; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 311 Rn. 6; *Müller*, in: Spindler/Stilz, AktG, Vor § 311 Rn. 16; differenzierend *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 311 AktG Rn. 12.

611 *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 311 Rn. 6; *Vetter*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 311 Rn. 8.

612 *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 311 AktG Rn. 12.

613 *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 311 AktG Rn. 12.

614 *Altmeyen*, in: MünchKommAktG, Vor § 311 Rn. 23 ff.

Grundlage eines Drittvergleichs angemessen ist.<sup>615</sup> Soweit ein Marktpreis existiert, bildet dieser den wesentlichen Vergleichsmaßstab. Im Rahmen einer Gesamtschau sind allerdings auch Nebenbedingungen wie Zahlungsfristen oder Gewährleistungsregelungen in die Angemessenheitsprüfung einzubeziehen. Außerdem ist zu berücksichtigen, dass es auch außerhalb von Abhängigkeitsverhältnissen Gründe für Abweichungen vom Marktpreis geben kann.<sup>616</sup> Sind keine Marktpreise vorhanden und lassen sich auch keine für vergleichbare Leistungen Dritter gezahlte Preise ermitteln, muss für die Angemessenheitsprüfung auf kalkulatorische Verfahren zurückgegriffen werden, die allerdings nur die Ermittlung von Bandbreiten ermöglichen und ebenfalls unter dem Vorbehalt stehen, dass es auch außerhalb von Abhängigkeitsverhältnissen Gründe dafür geben kann, von den sich auf der Grundlage der üblichen Kalkulationsschemata ergebenden Preisen abzuweichen.<sup>617</sup>

Noch schwerer fällt die Beurteilung sonstiger Maßnahmen wie Investitions-, Organisations- oder Personalentscheidungen, die in der Erwartung bestimmter künftiger Entwicklungen getroffen werden müssen. Insoweit ist die Feststellung eines Nachteils allenfalls dann möglich, wenn die Grenzen unternehmerischen Ermessens überschritten sind, weil die mit einer bestimmten Maßnahme verbundenen Chancen und Risiken nicht mehr in einem ausgewogenen Verhältnis stehen.<sup>618</sup> Bei Maßnahmen der Konzernintegration – z.B. der Zentralisierung bestimmter unternehmerischer Funktionen – hängt die Beurteilung von einer Prognose darüber ab, welche Konsequenzen sich daraus im Fall der Beendigung des Abhängigkeitsverhältnisses ergeben würden.<sup>619</sup> In allen diesen Fällen ist auch die Quantifizierung eventuell festgestellter Nachteile mit beträchtlichen Schwierigkeiten verbunden.<sup>620</sup>

---

615 *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 311 AktG Rn. 54.

616 Vgl. dazu im Einzelnen: *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 311 AktG Rn. 55.

617 Vgl. dazu im Einzelnen: *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 311 AktG Rn. 56.

618 OLG Köln, Urt. v. 15. 1.2009 – 18 U 205/07, AG 2009, 416, 420; OLG Stuttgart, Urt. v. 30. 5.2007 – 20 U 12/06, AG 2007, 633, 637; *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 311 AktG Rn. 57; *Koch*, in: Hüfner/Koch, AktG, § 311 Rn. 34.

619 OLG Köln, Urt. v. 15. 1.2009 – 18 U 205/07, AG 2009, 416, 420 f.; *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 311 AktG Rn. 57a.

620 *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 311 AktG Rn. 58.



Unabhängig von diesen sich im Einzelfall ergebenden Schwierigkeiten ist das Schutzsystem der §§ 311 ff. AktG allein auf die Situation zugeschnitten, dass das herrschende Unternehmen dem Vorstand der abhängigen AG bei der Leitung im Wesentlichen freie Hand lässt und seinen Einfluss nur in klar abgrenzbaren Einzelfällen geltend macht.<sup>621</sup> Denn das System des Einzelausgleichs setzt voraus, dass sich einzelne auf die Einflussnahme des herrschenden Unternehmens zurückgehende Rechtsgeschäfte oder Maßnahmen isolieren<sup>622</sup> und die von ihnen ausgehenden nachteiligen Wirkungen auf das abhängige Unternehmen quantifizieren lassen.<sup>623</sup>

Integriert das herrschende Unternehmen die abhängige Gesellschaft jedoch derart in seinen Konzern, dass es die strategische Ausrichtung der abhängigen Gesellschaft bestimmt, stößt das System des Einzelausgleichs an seine Grenzen.<sup>624</sup> Es ist in dieser Situation nicht nur schwer, überhaupt noch einzelne Rechtsgeschäfte oder Maßnahmen zu identifizieren, die auf einer Einflussnahme des herrschenden Unternehmens beruhen,<sup>625</sup> sondern – auch soweit dies gelingt – kaum noch möglich, diese Maßnahmen auf ihre Nachteiligkeit für das abhängige Unternehmen zu überprüfen. Zum einen werden die von dem herrschenden Unternehmen veranlassten strategischen Entscheidungen der abhängigen Gesellschaft – z.B. über den vollständigen oder teilweisen Rückzug aus bestimmten Märkten, die Aufgabe einzelner unternehmerischer Funktionen oder die Aufnahme neuer Aktivitäten<sup>626</sup> – häufig so komplexe Folgen haben, dass sich ihre Auswirkungen auf das abhängige Unternehmen im Zeitpunkt der Einflussnahme gar

---

621 *Emmerich/Habersack*, Konzernrecht, § 28 Rn. 6; *Hommelhoff*, Die Konzernleitungspflicht, S. 141 ff.; *Kropff*, FS Goerdeler, S. 259, 265; *Mestmäcker*, Festgabe Kronstein, S. 129, 139 ff., insbesondere S. 145; vgl. auch BGH, Urt. v. 29.3.1993 – II ZR 265/91, BGHZ 122, 123 – *TBB* (allerdings zum GmbH-Konzernrecht und der mittlerweile aufgegebenen Haftung im qualifiziert faktischen Konzern); OLG Köln, Urt. v. 15.1.2009 – 18 U 205/07, AG 2009, 416, 419; OLG Stuttgart, Urt. v. 30.5.2007 – 20 U 12/06, AG 2007, 633, 637.

622 *Ebenroth*, AG 1990, 188, 191; *Emmerich*, AG 1991, 303, 306; *Lutter*, ZGR 1982, 244, 265.

623 *Scheffler*, AG 1990, 173, 176.

624 *Hommelhoff*, Die Konzernleitungspflicht, S. 133; *Kropff*, FS Goerdeler, S. 259, 265; *Wiedemann*, Die Unternehmensgruppe im Privatrecht, S. 47.

625 *Emmerich*, AG 1991, 303, 306; *Mestmäcker*, Festgabe Kronstein, S. 129, 139 ff., insbesondere S. 145.

626 *Habersack*, in: *Emmerich/Habersack*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 311 AktG Rn. 58.

nicht abschätzen lassen.<sup>627</sup> Zum anderen versagt bei einer vollständigen Integration der abhängigen Gesellschaft in den Konzern des herrschenden Unternehmens schon der Maßstab, anhand dessen die Nachteile einer Maßnahme zu bewerten ist, nämlich der Vergleich mit dem mutmaßlichen Verhalten einer unabhängigen Gesellschaft.<sup>628</sup>

Nach verbreiteter Ansicht darf das herrschende Unternehmen seinen Einfluss beim Fehlen eines Beherrschungsvertrags zwar nur im Rahmen der Funktionsfähigkeit des Systems des Einzelausgleichs ausüben, so dass eine darüber hinausgehende Einflussnahme rechtswidrig ist und das herrschende Unternehmen zum Schadensersatz nach § 317 AktG verpflichtet.<sup>629</sup> Doch setzt auch die Schadensersatzpflicht nach § 317 Abs. 1 AktG die Feststellung eines Nachteils und die Möglichkeit voraus, die Höhe des der abhängigen Gesellschaft dadurch zugefügten Schadens zumindest im Rahmen einer Schätzung nach § 287 ZPO zu quantifizieren.<sup>630</sup>

Welche Sanktionen in Betracht kommen, wenn es an diesen Voraussetzungen fehlt, ist offen. In der Literatur werden unterschiedliche Lösungen diskutiert. Zum Teil wird eine Verpflichtung des herrschenden Unternehmens zum Verlustausgleich gegenüber der abhängigen Gesellschaft sowie zu Ausgleichs- und Abfindungsleistungen gegenüber den außenstehenden Aktionären entsprechend § 302 AktG bzw. §§ 304, 305 AktG angenommen.<sup>631</sup> Zum Teil werden Lösungen im Rahmen allgemeiner Rechtsinstitute – wie der Schadensersatzpflicht nach § 826 BGB bzw. § 117 AktG oder der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht – gesucht.<sup>632</sup>

---

627 *Ebenroth*, AG 1990, 188, 191; *Hoffmann-Becking*, in: Ulmer, Probleme des Konzernrechts, S. 68, 75; *Hommelhoff*, Die Konzernleitungspflicht, S. 127; *Kropff*, FS Goerdeler, S. 259, 265.

628 *Hoffmann-Becking*, in: Ulmer, Probleme des Konzernrechts, S. 68, 76; *Lutter*, ZGR 1982, 244, 265; *Mestmäcker*, Festgabe Kronstein, S. 129, 147.

629 Deutlich OLG Köln, Urt. v. 15.1.2009 – 18 U 205/07, AG 2009, 416, 419: „Solche qualifizierten, einem Einzelausgleich nicht zugänglichen Nachteilszufügungen sind rechtswidrig.“; vgl. auch: OLG Stuttgart, Urt. v. 30.5.2007 – 20 U 12/06, AG 2007, 633, 637; LG Köln, Urt. v. 23.11.2007 – 82 O 214/06, AG 2008, 327, 334 (als Vorinstanz zur eingangs zitierten Entscheidung des OLG Köln; *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 311 AktG Rn. 9; *Müller*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 311 Rn. 40; vgl. auch *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 311 Rn. 7.

630 *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 317 AktG Rn. 16; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 317 Rn. 9a.

631 *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 317 AktG Rn. 16.

632 *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 311 Rn. 7.

In der höchstrichterlichen Rechtsprechung hat das Phänomen der qualifizierten Einflussnahme bisher allerdings nur unter dem Gesichtspunkt des Gläubigerschutzes eine Rolle gespielt. Für den Fall, dass das herrschende Unternehmen die Geschäfte einer abhängigen GmbH dauernd und umfassend selbst geführt hatte und nicht dartun konnte, dass der pflichtgemäß handelnde Geschäftsführer einer selbständigen GmbH die Geschäfte ebenso geführt hätte, hatte der BGH bei Vermögenslosigkeit der abhängigen GmbH vorübergehend eine Ausfallhaftung des herrschenden Unternehmens in entsprechender Anwendung der §§ 302, 322 AktG angenommen.<sup>633</sup> Diese Beurteilung hat er inzwischen aber wieder aufgegeben.<sup>634</sup> An die Stelle der Haftung im qualifiziert faktischen Konzern ist die sog. Existenzvernichtungshaftung getreten, die an den Missbrauch der Figur der juristischen Person – typischerweise durch deren Alleingesellschafter – anknüpft.<sup>635</sup> Für den Schutz der Minderheitsaktionäre einer abhängigen Gesellschaft lassen sich aus dieser – die Herbeiführung oder Vertiefung der Insolvenz der abhängigen Gesellschaft voraussetzenden – Rechtsprechung aber keine sinnvollen Konsequenzen ziehen.

Nach dem oben Ausgeführten vermag das Schutzsystem der §§ 311 ff. AktG den Minderheitsaktionären jedenfalls bei vollständiger Integration ihrer Gesellschaft in den Konzern eines anderen Unternehmens keinen zuverlässigen Schutz vor den mit einer solchen Abhängigkeit verbundenen wirtschaftlichen Risiken mehr zu bieten.<sup>636</sup>

Bestätigt wird dies dadurch, dass Aktien abhängiger Unternehmen regelmäßig schlechter bewertet werden als Aktien von Gesellschaften, deren

---

633 BGH, Urt. v. 16.9.1985 – II ZR 275/84, BGHZ 95, 330 – *Autokran*; BGH, Urt. v. 23.9.1991 – II ZR 135/90, BGHZ 115, 187 – *Video*.

634 Einschränkung bereits BGH, Urt. v. 29.3.1993 – II ZR 265/91, BGHZ 122, 123 – *TBB*; der endgültige Abschied von der Haftung im „qualifiziert faktischen Konzern“ erfolgte mit BGH, Urt. v. 17.9.2001 – II ZR 178/99, BGHZ 149, 10 – *Bremer Vulkan*.

635 Zunächst in der Form einer Durchgriffshaftung (BGH, Urt. v. 24.6.2002 – II ZR 300/00, BGHZ 151, 181 – *Kindl Backwaren Vertrieb*), inzwischen in der Form einer Innenhaftung nach § 826 BGB (BGH, Urt. v. 16.7.2007 – II ZR 3/04, BGHZ 173, 246 – *Tribotel*).

636 Für das Recht der GmbH hat der BGH aus dieser Erkenntnis den Schluss gezogen, dass die Abhängigkeit eine derart starke Gefahr für die Leistungsfähigkeit und Wettbewerbsfähigkeit und damit den Bestand des Unternehmens darstelle, dass die Zustimmung zu einer in die Abhängigkeit führenden Befreiung eines Gesellschafters vom Wettbewerbsverbot nicht im freien Ermessen der Mehrheit liege, sondern nur dann rechtmäßig sei, wenn sie durch sachliche Gründe im Interesse der Gesellschaft gerechtfertigt sei (BGH, Urt. v. 16.2.1981 – II ZR 168/79, BGHZ 80, 69, 74 f. – *Stüssen*).

Anteile breit gestreut sind. Der Kapitalmarkt misst der mit Stimmrechten einhergehenden Möglichkeit der Unternehmenskontrolle einen eigenen wirtschaftlichen Wert bei. Solange die Aktien einer Gesellschaft breit gestreut sind, verteilt sich dieser Mehrwert als eine Art antizipierte Kontrollprämie gleichmäßig auf alle stimmberechtigten Anteile, während er sich nach Entstehung einer Mehrheitsbeteiligung auf die vom Mehrheitsaktionär gehaltenen Anteile beschränkt.<sup>637</sup>

Diesem Umstand hat der Gesetzgeber durch § 35 WpÜG Rechnung getragen. Danach hat jeder, der unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle (vgl. § 29 Abs. 2 WpÜG) über eine Zielgesellschaft (§ 2 Abs. 3 WpÜG) erlangt, den Kontrollerwerb bekannt zu machen (§ 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG), der BaFin innerhalb von vier Wochen nach Erlangung der Kontrolle eine Angebotsunterlage zu übermitteln und nach § 14 Abs. 2 Satz 1 WpÜG ein Angebot zu veröffentlichen (§ 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG). Durch dieses Pflichtangebot sollen die Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft die Möglichkeit erhalten, ihre Beteiligung an der unter die Kontrolle des Bieters gelangten Zielgesellschaft zu einem angemessenen Preis zu veräußern.<sup>638</sup>

Die rechtssystematische Einordnung dieser Regelung ist umstritten. Nach der sog. konzernrechtlichen Sichtweise handelt es sich dabei um eine Regelung zum aktienrechtlichen Minderheitenschutz. Ohne das Pflichtangebot – so wird von den Vertretern dieser Auffassung argumentiert – hätten die Aktionäre im Konzernierungsfall nur die Möglichkeit, entweder als Minderheitsgesellschafter im Konzern zu verbleiben oder ihre Anteile über die Börse zu veräußern, was auf Grund der Konzernierung häufig mit Preisabschlägen verbunden sein werde. Die mit dem Pflichtangebot eröffnete Austrittsmöglichkeit ermögliche den Aktionären, diesem Dilemma zu entgehen.<sup>639</sup> Demgegenüber verfolgt das Pflichtangebot nach der auch vom Bundesgerichtshof<sup>640</sup> favorisierten kapitalmarktrechtlichen Sichtweise den Zweck, das Vertrauen der Anleger in den Markt zu schützen und damit die Unternehmen in ihrem Nachfragewettbewerb um Anlagekapital

---

637 *Hommelhoff/Witt*, in: Frankfurter Kommentar WpÜG, Vor § 35 Rn. 34.

638 *Begr. RegE*, BT-Drucks. 14/7034, S. 30.

639 *Hasselbach*, in: KölnKommWpÜG, § 35 Rn. 1; *Hommelhoff/Witt*, in: Frankfurter Kommentar WpÜG, Vor § 35 Rn. 39; *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 386 und 415; *ders.*, ZHR 171 (2007), 199, 233; *Mülbert*, ZIP 2001, 1221, 1226 f.; *Altmeyen*, ZIP 2001, 1073, 1082 f.; *Harbarth*, ZIP 2002, 321, 322.

640 BGH, Urt. v. 11.6.2013 – II ZR 80/12, NZG 2013, 939 Rn. 19.

zu unterstützen.<sup>641</sup> Zur Begründung dieses kapitalmarktrechtlichen Ansatzes wird insbesondere auf den auf börsennotierte Zielgesellschaften beschränkten Anwendungsbereich der Regelung (vgl. §§ 1 und 2 Abs. 3 WpÜG)<sup>642</sup> und den Umstand hingewiesen, dass die Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots nicht von der konzernrechtlichen Unternehmenseigenschaft des Bieters abhängig sei.<sup>643</sup>

Auch nach der kapitalmarktrechtlichen Sichtweise bezieht sich das durch das Pflichtangebot zu schützende Vertrauen des Anlegers aber gerade auf die Kontinuität bestehender Mehrheitsverhältnisse,<sup>644</sup> die durch die Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft durch den Bieter verändert werden. Dieser Schutzzweck deckt sich weitgehend mit dem des konzernrechtlichen Minderheitenschutzes. Denn obwohl die Bietereigenschaft i.S. des WpÜG nicht die Unternehmenseigenschaft i.S. des Konzernrechts voraussetzt, ist der Fall, dass ein Privater die Kontrolle über eine Zielgesellschaft i.S. des WpÜG erlangt, praktisch doch kaum vorstellbar. Hiernach bestätigt auch § 35 Abs. 2 WpÜG die Einschätzung, dass die Begründung eines Abhängigkeitsverhältnisses eine Gefährdung der Vermögensinteressen der Minderheitsaktionäre zur Folge hat.

#### 4. Eingriff in die Mitgliedschaftsrechte der Minderheitsaktionäre?

Fraglich ist allerdings, ob eine aus dem Abhängigkeitsverhältnis resultierende Gefährdung der Vermögensinteressen der Minderheitsaktionäre Folge eines Eingriffs in deren mitgliedschaftliche Rechtsstellung ist oder ob es sich dabei um einen bloßen Reflex der Nachteile handelt, die dem Vermögen der AG als Gegenstand ihrer mitgliedschaftlichen Berechtigung infolge der Abhängigkeit erwachsen können.

Für die letztgenannte Sichtweise könnte § 317 Abs. 1 AktG sprechen. Die Vorschrift begründet Ersatzpflichten des herrschenden Unternehmens für den Fall, dass dieses eine abhängige Gesellschaft, mit der kein Beherr-

---

641 *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, Vor § 311 AktG Rn. 10 und 25; *Houben*, WM 2000, 1873, 1877; *Kleindiek*, ZGR 2002, 546, 558 ff.; *Paul*, DK 2009, 80, 86 f.; *Santelmann*, in: Steinmeyer, WpÜG, § 35 Rn. 8; *Meyer*, in: Angerer/Geibel/Süßmann, WpÜG, § 35 Rn. 5, 7 ff.

642 BGH, Urt. v. 11.6.2013 – II ZR 80/12, NZG 2013, 939 Rn. 19.

643 *Krause/Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 35 Rn. 32 f.; *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, Vor § 311 AktG Rn. 25.

644 *Krause/Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 35 Rn. 32.

schungsvertrag besteht, dazu veranlasst, ein für sie nachteiliges Rechtsgeschäft vorzunehmen oder zu ihrem Nachteil eine Maßnahme zu treffen oder zu unterlassen, ohne den Nachteil bis zum Ende des Geschäftsjahres tatsächlich auszugleichen oder der abhängigen Gesellschaft einen Rechtsanspruch auf einen zum Ausgleich bestimmten Vorteil zu gewähren. Der Anspruch auf Ersatz des der Gesellschaft daraus entstehenden Schadens steht nach § 317 Abs. 1 Satz 1 AktG nämlich allein der Gesellschaft zu. Einen eigenen Ersatzanspruch der Aktionäre gegen das herrschende Unternehmen sieht § 317 Abs. 1 Satz 2 AktG nur hinsichtlich des Schadens vor, der über die ihnen durch die Schädigung der Gesellschaft erwachsenden Nachteile hinausgeht.<sup>645</sup> Dies legt den Schluss nahe, dass die mit der Zufügung des Nachteils verbundene Minderung des Gesellschaftsvermögens als Gegenstand seiner mitgliedschaftlichen Berechtigung den einzelnen Aktionär nach der Wertung des Gesetzes nicht in eigenen Rechten verletzt.

Eine andere Beurteilung könnte sich allerdings daraus ergeben, dass der Anspruch auf Ersatz des der Gesellschaft entstandenen Schadens nach § 309 Abs. 4 Satz 1 i.V.m. § 317 Abs. 4 AktG auch von den Aktionären geltend gemacht werden kann. Die Regelung trägt dem Umstand Rechnung, dass eine Geltendmachung des Anspruchs durch den dazu an sich berufenen Vorstand nicht gewährleistet ist, weil dieser möglicherweise in die Zufügung des Nachteils verwickelt war und deshalb befangen ist.<sup>646</sup> Von der in der Literatur herrschenden Meinung wird die Bedeutung der Vorschrift auf diesen rein praktischen Zweck reduziert. Sie versteht das Aktionärsklagegerecht nach § 309 Abs. 4 Satz 1 – hier in Verbindung mit § 317 Abs. 4 – AktG nicht als Ausdruck einer materiell-rechtlichen Betroffenheit des einzelnen Aktionärs, sondern als Fall einer Prozessstandschaft,<sup>647</sup> die es dem einzelnen Aktionär allein im Interesse einer effektiven Rechtsverwirklichung ermöglicht, das der Gesellschaft zustehende Recht im eigenen Na-

---

645 Nach der zu § 117 Abs. 1 Satz 2 AktG ergangenen Rechtsprechung des BGH kann ein über den bloßen Reflexschaden hinausgehender Eigenschaden des Aktionärs z.B. darin bestehen, dass ein der Gesellschaft zur Überbrückung von Liquiditätsschwierigkeiten gewährtes Darlehen infolge des Zusammenbruchs der Gesellschaft uneinbringlich wird (BGH v. 4.3.1985 – II ZR 271/83, BGHZ 94, 55).

646 *Servatius*, in: Grigoleit, AktG, § 309 Rn. 12.

647 Vgl. zur Prozessstandschaft allgemein: *Lindacher*, in: MünchKommZPO, Vor § 50 Rn. 41 ff.; *Althammer*, in: Zöller, ZPO, Vor § 50-58 Rn. 16 ff.

men geltend zu machen.<sup>648</sup>Für diese Sichtweise könnte auch auf die Regelung des § 309 Abs. 4 Satz 2 AktG verwiesen werden, nach der der klagende Aktionär Leistung nur an die Gesellschaft fordern kann.

Die Situation, dass die Geltendmachung der Gesellschaft zustehender Rechte durch den Vorstand aufgrund eines Interessenkonflikts nicht gewährleistet ist, kann allerdings auch in den in § 117 Abs. 1 AktG geregelten Fällen auftreten, dass jemand vorsätzlich unter Benutzung seines Einflusses auf die Gesellschaft ein Mitglied des Vorstands, des Aufsichtsrats, einen Prokuristen oder einen Handlungsbevollmächtigten dazu bestimmt, zum Schaden der Gesellschaft oder ihrer Aktionäre zu handeln, und der Gesellschaft deshalb zum Ersatz des daraus entstandenen Schadens verpflichtet ist. Um die Durchsetzung dieses – nach herrschender Meinung gegebenenfalls neben die Haftung nach § 317 Abs. 1 AktG tretenden<sup>649</sup> – Anspruchs zu gewährleisten, sieht das Gesetz indes kein individuelles Klagerecht der Aktionäre, sondern nur die Möglichkeit vor, dass die Hauptversammlung die Geltendmachung der Ersatzansprüche mit einfacher Stimmenmehrheit beschließt (§ 147 Abs. 1 Satz 1 AktG) und zu diesem Zweck ggf. besondere Vertreter bestellt (§ 147 Abs. 2 AktG). Kommt ein solcher Beschluss nicht zustande, bleibt nur der in § 148 Abs. 1 AktG vorgesehene Weg gangbar, einer qualifizierten Minderheit der Aktionäre die Geltendmachung der Ersatzansprüche im Rahmen eines Klagezulassungsverfahrens zu ermöglichen.

Das Aktionärsklagerecht gemäß § 309 Abs. 4 – hier in Verbindung mit § 317 Abs. 4 – AktG hat damit exzeptionellen Charakter.<sup>650</sup> Dies spricht dafür, es nicht als bloße Prozessstandschaft, sondern als gesetzlich geregelten Anwendungsfall der *actio pro socio*<sup>651</sup> zu verstehen. Dieser ursprünglich dem Recht der Personengesellschaft entstammende Begriff bezeichnet das Recht jedes Gesellschafters, von Mitgesellchaftern die Erfüllung ihrer sich aus dem Gesellschaftsvertrag ergebenden Verpflichtungen gegenüber der Gesellschaft zu verlangen und im eigenen Namen Klage auf Leistung an

---

648 Koch, in: Hüffer/Koch, AktG, § 309 Rn. 21a; Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 309 AktG Rn. 49, Habersack, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 317 AktG Rn. 27; *Servatius*, in: Grigoleit, AktG, § 309 Rn. 12.

649 Koch, in: Hüffer/Koch, AktG, § 117 Rn. 14.

650 Vgl. *Altmeyen*, in: MünchKommAktG, § 309 Rn. 127: „Krasse Ausnahme“.

651 *Altmeyen*, in: MünchKommAktG, § 309 Rn. 124 ff.; *Veil*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 309 Rn. 34; *Flume*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, Bd. I/2, Die juristische Person, 8 V 1, S. 304; BGH, Beschl. v. 24.4.2006 – II ZB 16/05, AG 2006, 550, 551.

die Gesellschaft zu erheben.<sup>652</sup> Während die *actio pro socio* früher überwiegend als Mittel zur Geltendmachung eines eigenen Rechts des klagenden Gesellschafters verstanden wurde,<sup>653</sup> wird sie heute vielfach ebenfalls als Form der Prozessstandschaft angesehen.<sup>654</sup> Dies wird damit begründet, dass sich die Annahme eines eigenen Rechts des klagenden Gesellschafters nur schwer mit dem Charakter des Gesellschaftsvertrags als eines nicht auf Austausch, sondern auf Begründung einer Zweckgemeinschaft gerichteten, regelmäßig mit Gesamthandsvermögen ausgestatteten Rechtsverhältnisses vereinbaren lasse und im Hinblick auf die Anspruchsverdoppelung und das Verhältnis zwischen gesamthänderisch gebundenem Sozialanspruch und individuellen Gesellschafteransprüchen zu unnötigen Schwierigkeiten führe.<sup>655</sup>

Beide Gesichtspunkte vermögen indes nicht zu überzeugen. Die *actio pro socio* hat ihre Grundlage im Gesellschaftsverhältnis und ist Bestandteil des Mitgliedschaftsrechts des Gesellschafters.<sup>656</sup> Sie ist darauf gerichtet, dass „die Gesellschaft die Leistung erhält, welche ihr die Gesellschafter aufgrund ihrer Mitgliedschaft schulden, und dass die Geschäftsführung der Gesellschaft durch die geschäftsführenden Gesellschafter so erfolgt, wie es dem Gesellschaftsvertrag und dem Gesetz entspricht“.<sup>657</sup> Der Annahme eines solchen aus der Mitgliedschaft abgeleiteten Rechts steht die Zugehörigkeit des geltend gemachten Anspruchs zum Vermögen der Gesellschaft nicht entgegen. Zugleich lässt die Abhängigkeit der *actio pro socio* von einem – fortbestehenden – Anspruch der Gesellschaft auch keine Anspruchsverdoppelung befürchten.<sup>658</sup>

---

652 *Schäfer*, in: MünchKommBGB, § 705 Rn. 207.

653 BGH, Urt. v. 27.6.1957 – II ZR 15/56, BGHZ 25, 47, 49; BGH, Urt. v. 11.2.1960 – II ZR 198/59, NJW 1960, 964; BGH, Urt. v. 2.7.1973 – II ZR 94/71, NJW 1973, 2198, 2199; *Flume*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, Bd. I/1, Die Personengesellschaft, § 10 IV, S. 142: „Mit der *actio pro socio* macht der Gesellschafter [...] seinen persönlichen Anspruch gegen seinen Mitgesellschafter aufgrund des Gesellschaftsvertrages geltend“; *Nitschke*, ZHR 128 (1966), 48, 87 ff.; *Raiser*, ZHR 153 (1989), 1, 11; *Schanbacher*, AG 1999, 21, 27; *Altmeyen*, FS Musielak, S. 1, 14 ff.; *Kreutz*, FS Hadding, S. 513, 518 ff., 526 f.

654 *Kießling*, in: Soergel, BGB, § 705 Rn. 50; *Westermann*, in: Erman, BGB, § 705 Rn. 57; *Habermeier*, in: Staudinger, BGB, § 705 Rn. 46; *Schäfer*, in: Staub, HGB, § 105 Rn. 256; *Roth*, in: Baumbach/Hopt, § 109 Rn. 32.

655 *Schäfer*, in: MünchKommBGB, § 705 Rn. 208.

656 BGH, Beschl. v. 26. 4. 2010 – II ZR 69/09, ZIP 2010, 1232.

657 *Flume*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, Bd. I/2, Die juristische Person, § 8 V 1, S. 300 f.

658 Vgl. *Flume*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, Bd. I/2, Die juristische Person, § 8 V 1, S. 304 f.; *Altmeyen*, in: MünchKommAktG, § 309 Rn. 128: Der



Als ein auf der Mitgliedschaft beruhendes Recht ist die „Klage als Gesellschafter“<sup>659</sup> nicht auf die Personengesellschaft beschränkt, sondern auf die juristische Person zu übertragen.<sup>660</sup>

Die Wertung, dass der Aktionär mit der Klage nach § 309 Abs. 4 i.V.m. § 317 Abs. 4 AktG ein eigenes Recht geltend macht, wird auch durch die Eigenart des mit der kompensationslosen Nachteilszufügung durch das herrschende Unternehmen verbundenen Eingriffs in das Vermögen der abhängigen Gesellschaft bestätigt. Anders als bei einem schädigenden Verhalten gesellschaftsfremder Dritter erschöpft sich die Bedeutung dieses Vorgangs nicht darin, dass das Vermögen der AG als Gegenstand der gemeinschaftlichen Berechtigung aller Aktionäre geschmälert wird. Seine charakteristische Besonderheit liegt vielmehr darin, dass sich das herrschende Unternehmen mit der kompensationslosen Zufügung des Nachteils einen Sondervorteil zu Lasten aller anderen Aktionäre verschafft und damit in deren mitgliedschaftliches Recht auf eine ihrer Beteiligungsquote entsprechende gleichberechtigte Teilhabe am Vermögen und am Gewinn der Gesellschaft eingreift.

Dass der Gesellschafter mit der Aktionärsklage nur die Leistung an die Gesellschaft fordern kann, steht dieser Beurteilung nicht entgegen. Denn mit der Leistung des Schadensersatzes an die Gesellschaft wird gerade der Zustand wiederhergestellt, der im Fall eines unterbliebenen Eingriffs des herrschenden Unternehmens bestehen würde.

Dass die Begründung des Abhängigkeitsverhältnisses als solche noch nicht mit der – unter Umständen kompensationslosen – Zufügung von Nachteilen durch das herrschende Unternehmen verbunden ist, sondern nur eine entsprechende Gefahrenlage schafft, schließt die Annahme eines Eingriffs in die mitgliedschaftlichen Rechte ebenfalls nicht aus. Denn auch in den Fällen der Mediatisierung verwirklichen sich die damit verbundenen Gefahren für die Aktionäre der Obergesellschaft nicht sofort. Schon das mit der Ausgliederung von Vermögen verbundene Risiko, dass es zu einem späteren Zeitpunkt zu für die Aktionäre der Obergesellschaft nachteiligen Maßnahmen – z.B. zu Kapitalerhöhungen unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre – in der Tochtergesellschaft kommen könnte,

---

Gesellschafter muss im Fall seiner Klage einen gültigen Vergleich oder Verzicht der Gesellschaft ebenso hinnehmen wie ein klageabweisendes Urteil im Prozess der Gesellschaft; a.A. *Mertens*, FS Fleck, S. 209, 218.

659 *Flume*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, Bd. I/2, Die juristische Person, § 8 V 1, S. 301; *Altmeyen*, in: MünchKommAktG, § 309 Rn. 126.

660 *Flume*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, Bd. I/2, Die juristische Person, § 8 V 1, S. 301 ff.

reicht dem BGH in diesen Fällen aber zur Annahme eines gegenwärtigen Eingriffs in die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre aus.<sup>661</sup> Für die Annahme eines Eingriffs in die mitgliedschaftlichen Rechte der Minderheitsaktionäre reicht es daher aus, dass von der durch die Abhängigkeit begründenden Herrschaftsmöglichkeit jederzeit zum Nachteil der abhängigen Gesellschaft Gebrauch gemacht werden kann.<sup>662</sup>

Die mit der Begründung eines Abhängigkeitsverhältnisses verbundenen Wirkungen weisen auch insofern eine strukturelle Übereinstimmung mit denjenigen einer Mediatisierung auf, als die Rechtsposition der (Minderheits-)Aktionäre zwar formal unangetastet bleibt, aber in ihrem materiellen Gehalt ausgehöhlt wird. Bei der Mediatisierung tritt diese Folge dadurch ein, dass wegen der Ausgliederung von Vermögen in Tochter- bzw. Enkelgesellschaften der Umfang des Gesellschaftsvermögens, über das die Aktionäre der Obergesellschaft unmittelbar bestimmen können, verkleinert wird. Bei der Begründung des Abhängigkeitsverhältnisses beruht die Wirkung darauf, dass sich die formal fortbestehenden Mitwirkungsrechte der Minderheitsaktionäre wegen des Eintritts der NewCo als Mehrheitsaktionär nicht mehr auf das Ergebnis der Beschlussfassung der Hauptversammlung auswirken können.

Einen Unterschied weisen die beiden Fallgestaltungen zwar insofern auf, als die Wirkungen der Mediatisierung alle Aktionäre treffen, während die Entwertung des Stimmrechts durch Begründung des Abhängigkeitsverhältnisses allein die Minderheitsaktionäre betrifft. Indessen hat der BGH im Holzmüller-Urteil einen Zusammenhang zwischen der ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz und dem Minderheitenschutz hergestellt und darauf hingewiesen, dass faktische Verschiebungen der Zuständigkeits- und Vermögensordnung, wie sie mit der Ausgliederung von Vermögen in Tochtergesellschaften verbunden seien, die Minderheit weit stärker als die Mehrheit betreffen, die sich gegenüber der Verwaltung – z.B. durch Versagung der Entlastung oder Vertrauensentzug in der Hauptversammlung – viel leichter durchsetzen könne.<sup>663</sup>

Damit kann der Eingriff durch Begründung des Abhängigkeitsverhältnisses nach seiner qualitativen Bedeutung dem durch eine Mediatisierung gleichgestellt werden.

---

661 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 136 f. – *Holzmüller*.

662 So zum Konzernrecht der GmbH ausdrücklich BGH, Urt. v. 16.2.1981 – II ZR 168/79, BGHZ 80, 69, 74 – *Stüssen*.

663 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 139 – *Holzmüller*.

Eine zusätzliche Bewertung der Eingriffsintensität unter quantitativen Aspekten ist im Fall des Abhängigkeitsverhältnisses ebenso wenig möglich wie im Fall der Mediatisierung nach oben. Die mit dem Eintritt des Mehrheitsaktionärs verbundene Entwertung der Mitwirkungsrechte betrifft die Rechtsstellung der Minderheitsaktionäre als Ganzes.

## 5. Faktische Konzernierung als bloßes Durchgangsstadium

Fraglich kann damit allein noch sein, ob sich für den Fall der NewCo-Fusion daraus eine andere Beurteilung ergibt, dass sich die mit der faktischen Konzernierung verbundenen Risiken bei planmäßigem Ablauf der Transaktion überhaupt nicht werden realisieren können, weil diese nur ein kurzzeitiges Durchgangsstadium zur Bildung eines Vertragskonzerns bildet und die außenstehenden Aktionäre ohnehin damit rechnen müssen, im Rahmen eines *Squeeze-Out* aus der Gesellschaft ausgeschlossen zu werden.

In diesem Fall wäre jedoch zu berücksichtigen, dass der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags nach der Wertung des Gesetzgebers mit einem so schwerwiegenden Eingriff in die Rechtsstellung und Vermögensinteressen der außenstehenden Aktionäre verbunden ist, dass das Gesetz ihnen nicht nur einen Anspruch auf Ausgleichszahlungen nach § 304 AktG, sondern auch ein Recht auf Ausscheiden gegen Barabfindung nach § 305 AktG einräumt. Ungeachtet dessen, dass die konzernrechtlichen Regelungen Teil eines umfassenden Regelungskomplexes zur Inhaltsbestimmung der Rechtsposition der Aktionäre sind,<sup>664</sup> tragen diese Vorschriften dem Umstand Rechnung, dass die außenstehenden Aktionäre durch die Bildung eines Vertragskonzerns nicht nur einen Eingriff in ihre Vermögensrechte erleiden, sondern durch das Weisungsrecht des herrschenden Unternehmens (§ 308 AktG) auch ihre Mitverwaltungs- und Herrschaftsrechte weitgehend verlieren.<sup>665</sup> Der damit verbundene Eingriff in ihre mitgliedschaftliche Rechtsstellung geht noch weit über die mit der faktischen Konzernierung verbundenen Risiken hinaus.

Erst recht gilt dies für den *Squeeze-Out*, der es dem Mehrheitsaktionär ermöglicht, den Minderheitsaktionären ihre Mitgliedschaft in der Gesellschaft komplett zu entziehen.

---

664 Stephan, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 304 Rn. 8.

665 Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 305 AktG Rn. 1; Veil/Preisser, in: Spindler/Stilz, AktG, § 304 Rn. 4.

Zwar bedarf es zur Herbeiführung dieser weitergehenden Beeinträchtigungen der Mitgliedschaftsrechte noch besonderer Hauptversammlungsbeschlüsse, die ihrerseits mit qualifizierten Mehrheiten zu fassen sind.<sup>666</sup> Ohne die mit dem Vollzug des Übernahmeangebots verbundene Veränderung der Mehrheitsverhältnisse in der Hauptversammlung könnten die entsprechenden Beschlüsse aber nicht gegen den Willen der außenstehenden Aktionäre zustande kommen. Dies rechtfertigt es, die sich aus ihnen ergebenden Wirkungen in die Beurteilung der mit dem Abschluss des BCA intendierten Folgen einzubeziehen.

#### IV. Ergebnis

Als Ergebnis ist daher festzuhalten, dass die Begründung eines Abhängigkeitsverhältnisses für die außenstehenden Aktionäre mit einem tiefen Eingriff in ihr Mitgliedschaftsrecht verbunden ist, der – vorbehaltlich der noch zu erörternden Zurechnungsfragen – zur Folge haben könnte, dass der Vorstand auf deren Herbeiführung gerichtete Maßnahmen nicht ohne Zustimmung der Aktionäre in die Wege leiten darf.

---

<sup>666</sup> § 293 Abs. 1, § 327a AktG.

## 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-

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.<sup>667</sup> Da der Erfolg des Übernahmeangebots davon abhängt, 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“<sup>668</sup>, die „über die Köpfe der Aktionäre hinweg“<sup>669</sup> getroffen werde.<sup>670</sup> Vielmehr führten die Aktionäre den Zusammenschluss selbst herbei. Von einem „Eingriff“ in ihre Rechte könne daher keine Rede sein.<sup>671</sup>

Dass diese Mehrheit für den Zusammenschluss nicht durch Stimmabgabe in der Hauptversammlung, sondern durch „Abstimmung mit den Füßen“ im Übernahmeangebot zustande komme, sei unerheblich.<sup>672</sup> 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 Aktionärsversammlung“.

Betracht gekommen sei.<sup>673</sup> 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.<sup>674</sup>

## 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.<sup>675</sup> 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 billigen Motivation beruht, aus unerlaubter Handlung zum Ersatz des Schadens verpflichtet sein kann, der infolge des durch die Herausforderung gesteigerten Risikos entstanden ist.<sup>676</sup> 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,

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.<sup>677</sup>

Auch im Strafrecht bleibt derjenige, der einen anderen zu einem diesen schädigenden Verhalten – z.B. zum Konsum illegaler Betäubungsmittel<sup>678</sup> – 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 strafloser Beteiligung an einer eigenverantwortlichen Selbstgefährdung bzw. -schädigung und der – grundsätzlich tatbestandsmäßigen – Fremdschädigung eines anderen zu unterscheiden.<sup>679</sup> 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 Rechtsguttschaden führenden Akt die Eigenverantwortlichkeit seines Handelns voraus. Diese ist gegeben, wenn das Opfer konstitutionell einblicksfähig ist, die Reichweite seiner Entscheidung überblicken kann und weder rechtsgutsbezogenen Irrtümern noch Zwang unterliegt.<sup>680</sup>

---

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.



### 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<sup>681</sup> und begrenzt die Verantwortlichkeit des Vorstands durch deren Beschlüsse.<sup>682</sup> 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.<sup>683</sup> 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

gebot den Aktionären einen unmittelbareren Einfluss als die Mitwirkung an dem nur intern wirkenden Hauptversammlungsbeschluss gewährt,<sup>684</sup> 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,<sup>685</sup> 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.

## 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“.<sup>686</sup> 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-

---

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

nahmeangebots ausrichten will.<sup>687</sup> Dies hat so präzise und so detailliert wie möglich zu geschehen.<sup>688</sup> 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.<sup>689</sup>

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.<sup>690</sup> 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.<sup>691</sup> 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.

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.<sup>692</sup>

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.<sup>693</sup> Das Bewertungsgutachten selbst muss die NewCo zwar nicht veröffentlichen.<sup>694</sup> 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.<sup>695</sup> 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. 114f.

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.<sup>696</sup> Eine solche Veröffentlichungspflicht entspricht nach Angaben von Praktikern auch der ständigen Verwaltungspraxis der BaFin. Diese benötigt die Vorlage des BCA für die Prüfung<sup>697</sup>, ob die Ausführungen in der Angebotsunterlage den wesentlichen Inhalt des BCA widerspiegeln.<sup>698</sup> Jedenfalls bei Transaktionen mit US-amerikanischer Beteiligung wird das BCA zudem in seinem Volltext veröffentlicht.<sup>699</sup>

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.<sup>700</sup> Die Angaben des Wertpapierprospekts sind darauf gerichtet, dem Anleger eine informierte Entscheidung über die Investition in die NewCo zu ermöglichen.<sup>701</sup> 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.<sup>702</sup>

---

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.

b) Kontrolle der und Haftung für die Angebotsunterlage

Die Angebotsunterlage der NewCo wird einschließlich des Wertpapierprospekts vor Veröffentlichung des Übernahmeangebots von der BaFin geprüft.<sup>703</sup> Diese Prüfung ist auf offensichtliche Rechtsverstöße beschränkt.<sup>704</sup> 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,<sup>705</sup> die von diesem gegebenen Informationen einordnen und bewerten<sup>706</sup> 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<sup>707</sup>) 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.

sichtigen können,<sup>708</sup> die jeweils für sich genommen noch nicht die Schwelle zu einer veröffentlichungspflichtigen Insiderinformation erreicht haben.<sup>709</sup>

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.<sup>710</sup> 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.<sup>711</sup>

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

Denkbar ist auch, dass einzelne Mitglieder des Vorstands oder des Aufsichtsrats ein Sondervotum gegen das Übernahmeangebot abgeben.<sup>715</sup> 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/Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 27 Rn. 46.

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



ben.<sup>716</sup> 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*<sup>717</sup> 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.<sup>718</sup>

Eine *fairness opinion* besteht aus drei Teilen: dem *factual memorandum*, dem *valuation memorandum* und dem *opinion letter*.<sup>719</sup> 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/Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/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 opinions* 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.

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

Der *opinion letter* wird der Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat als Anlage beigefügt.<sup>720</sup> 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.<sup>721</sup>

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

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/Pöttsch, in: Assmann/Pöttsch/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 Sachverständigen nicht in der Lage sind, das Angebot sachgerecht zu beurteilen, vgl. Harbarth, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 27 Rn. 72; Krause/Pöttsch, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 27 Rn. 49.

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

724 Louven, in: Angerer/Geibel/Süßmann, WpÜG, § 27 Rn. 12; Krause/Pöttsch, in: Assmann/Pöttsch/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](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 Merrill Lynch und Goldman Sachs mit der Erstellung von *fairness opinions* beauftragt.

Wochen<sup>726</sup> – 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.<sup>727</sup> Grundlage für diese Einschätzung sind die von dem Auftraggeber zur Verfügung gestellten Unterlagen, deren Richtigkeit und Vollständigkeit von dem Ersteller nicht zu überprüfen ist.<sup>728</sup>

### 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.<sup>729</sup> 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.

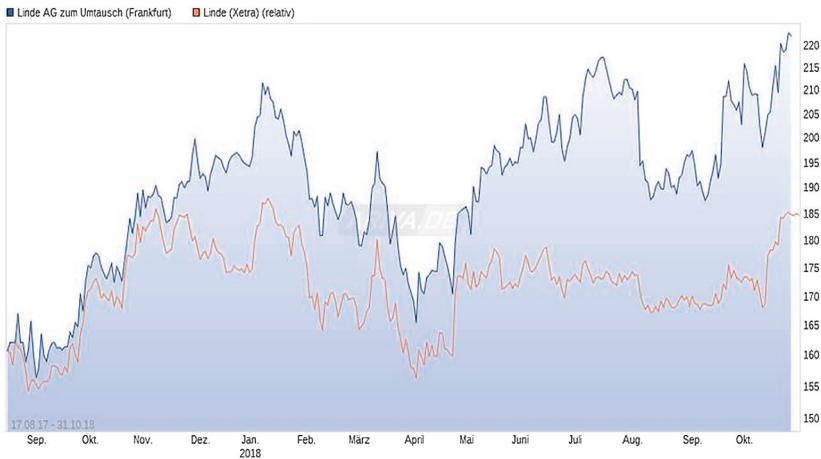


Abbildung: Chart der zum Umtausch eingereichten Aktien im Vergleich zu den nicht zum Umtausch eingereichten Aktien im Fall Linde/Praxair – Quelle: [www.iva.de](http://www.iva.de)

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.<sup>730</sup>

## 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 Holz-müller- 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.

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

## 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.

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.<sup>735</sup> 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.<sup>736</sup>

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.<sup>737</sup>

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.

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.<sup>738</sup>

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<sup>739</sup> und sich nach und nach zu einem modernen Standard beschlussbegleitender Aktionärsinformation entwickelt.<sup>740</sup> 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: MünchKommAktG, § 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.

roparechtliche Verpflichtung besteht.<sup>741</sup> 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.<sup>742</sup>

## 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.<sup>743</sup>

Aus der Rechtsprechung des BGH können keine gegenteiligen Schlüsse gezogen werden. In dem Holz Müller-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.<sup>744</sup> 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.<sup>745</sup>

---

741 Tröger, ZIP 2001, 2029, 2036; Grün, Informationspflichten des Vorstands bei „Holz Müller“-Beschlüssen, S. 92 f.

742 Lutter, FS Fleck, S. 169, 177; Tröger, ZIP 2001, 2029, 2036; Grün, Informationspflichten des Vorstands bei „Holz Müller“-Beschlüssen, S. 92 ff.

743 Grün, Informationspflichten des Vorstands bei „Holz Müller“-Beschlüssen, S. 94.

744 BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 130 ff. – Holz Müller.

745 BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 37 und 41 ff. – Gelatine I.



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).<sup>746</sup>

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.<sup>747</sup> 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.<sup>748</sup> 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; Hoyer/Hoyer, in: MünchHdbGesR, Bd. 8, § 9 Rn. 19.

Rechte der Aktionäre hat und welche finanziellen Folgen für sie damit verbunden sind.<sup>749</sup>

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,<sup>750</sup> zum anderen sollen die Aktionäre auch in ihrem eigenen Interesse nicht mit einer zu großen Fülle an Einzelheiten belastet werden.<sup>751</sup> 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.<sup>752</sup>

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

#### 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; *Gebling*, 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: Hensler/Strohn, GesR, § 8 UmwG Rn. 8; *Veil*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 293a Rn. 10; *Altmeyen*, 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.

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<sup>755</sup> wie eine ins Einzelne gehende Erläuterung der angestrebten Synergien anhand eines „Synergiefahrplans“.<sup>756</sup> Vielmehr reicht eine zusammenfassende Darstellung der wesentlichen Bewertungsfaktoren und wesentlichen Planzahlen aus.<sup>757</sup>

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.

Verfahren ermittelt.<sup>758</sup> Allerdings ist zu bedenken, dass eine Unternehmensbewertung nur stichtagsbezogen vorgenommen werden kann.<sup>759</sup> Maßgeblicher Stichtag für die Ermittlung der Abfindungszahlung wäre der Tag der Beschlussfassung über den Abschluss des Unternehmensvertrags<sup>760</sup> bzw. über den *Squeeze-Out*.<sup>761</sup> Zwischen dem gedachten Beschluss der Aktionäre über das BCA und dem maßgeblichen Stichtag kann aber deutlich mehr als ein Jahr vergehen.<sup>762</sup> 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.

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,<sup>763</sup> deren hauptsächlicher Zweck darin besteht, das von den Vorständen ausgehandelte Umtauschverhältnis auf die Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben zu kontrollieren.<sup>764</sup> 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<sup>765</sup> 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.

### 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.<sup>766</sup>

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.<sup>767</sup> 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; Mühlbert, 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.

trag, dessen Abschluss 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.<sup>768</sup>

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 abhängt, keine entsprechende Verpflichtung begründet.<sup>769</sup> Aus den in diesem Zusammenhang genannten Gegenbeispielen<sup>770</sup> 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-

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*<sup>771</sup> – zur Entscheidung berufen ist.<sup>772</sup> 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.



geltenden Rechtsgedankens zu verstehen, der sich auf die Beschlussfassung in Fällen einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz übertragen lässt.<sup>773</sup> 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.<sup>774</sup> Zu der Frage, welche Informationen für unterschiedliche Beschlussgegenstände wesentlich sind, hat sich eine nahezu unüberschaubare Kasuistik entwickelt.<sup>775</sup>

---

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.

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.<sup>776</sup>

Zum anderen sind nach einhelliger Auffassung solche Informationen vom Auskunftsanspruch ausgenommen, die die Aktionäre bereits einem zu dem jeweiligen Beschlussgegenstand vorgelegten Vorstandsbericht entnehmen können.<sup>777</sup> Ein Informationsstand, der über einen ordnungsgemäßen Vorstandsbericht hinausgeht, kann mit dem Auskunftsrecht daher nicht erreicht werden.<sup>778</sup> 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.<sup>779</sup> Grund dafür ist, dass ein Hauptversammlungsbeschluss mit der Begründung angefochten werden kann, dass eine Auskunft zu dem entsprechenden Tagesordnungspunkt zu Unrecht verweigert worden sei.<sup>780</sup> 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.<sup>781</sup>

---

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.

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<sup>782</sup> und eine gegen den zustimmenden Beschluss erhobene Anfechtungsklage die regelmäßig erforderliche Eintragung der Maßnahme in das Handelsregister<sup>783</sup> hindert, lässt die Kasation des Zustimmungsbeschlusses in Fällen einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz die Wirksamkeit der Maßnahme im Außenverhältnis gerade unberührt.<sup>784</sup> 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.<sup>785</sup> Wäre der Hauptversammlungsbeschluss rechtmäßig, müsste der Vorstand ihn vollziehen (§ 83 Abs. 2 AktG); wäre er rechtswidrig, dürfte der Vorstand ihn nicht vollziehen.<sup>786</sup> 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; *Lieb-scher*, in: BeckHdbAG, § 6 Rn. 102.

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.<sup>787</sup> Richtigerweise wird davon auszugehen sein, dass der Vorstand in einer solchen Situation eine Abwägung vorzunehmen hat.<sup>788</sup> In diese wird zum einen die Schwere des geltend gemachten Anfechtungsgrundes einzustellen sein.<sup>789</sup> Zum anderen wird der Vorstand die Nachteile zu berücksichtigen haben, die der Gesellschaft drohen, wenn der Vollzug des Hauptversammlungsbeschlusses aufgeschoben wird.<sup>790</sup>

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.

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.<sup>791</sup> Denselben 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.

gesetzlichen Anforderungen an den Inhalt des Wertpapierprospekts<sup>792</sup> 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.<sup>793</sup>

## 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.<sup>794</sup> 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.<sup>795</sup> 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.<sup>796</sup>

---

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>.

Allerdings wird eben diese Prüfung im Rahmen des Übernahmeangebots von der BaFin vorgenommen.<sup>797</sup> 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.

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.<sup>798</sup>

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: *Münch-KommAktG*, § 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.



Die im Zusammenhang mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage drohende Haftung führt zu einem deutlich stärkeren Anreiz, richtig und vollständig zu informieren.<sup>799</sup>

### 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.<sup>800</sup>

Auch wenn der gedankliche Ausgangspunkt dieser Unterscheidung zutreffen mag,<sup>801</sup> 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.

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.<sup>802</sup>

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

## 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 Annahmquote 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.“

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.<sup>806</sup> 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.<sup>807</sup>

Demgegenüber verhalten sich Kleinaktionäre zumeist rational apathisch.<sup>808</sup> 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.

Jedenfalls bei börsennotierten Publikumsgesellschaften stellt die Hauptversammlung selbst daher kein geeignetes Forum für die Koordination der Aktionäre dar.<sup>809</sup>

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.<sup>810</sup> § 127a AktG ist daher praktisch totes Recht.<sup>811</sup> 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.<sup>812</sup> 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.<sup>813</sup>

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/Zetsche*, in: KölnKommAktG, § 127a Rn. 2; *Kubis*, in: MünchKommAktG, § 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/>.

### 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 unbekanntem Verhalten seiner Mitaktionäre abhängig. Diese Situation wird in der Spieltheorie als Gefangenendilemma bezeichnet.<sup>814</sup>

#### 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.<sup>815</sup> 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.

Frage nachgegangen werden, ob dieser angebliche *pressure to tender*<sup>816</sup> 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.<sup>817</sup> 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.

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.<sup>818</sup> 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.<sup>819</sup>

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.

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,<sup>820</sup> 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.



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<sup>821</sup> am deutschen Fusionspartner zunächst weiter halten. Im weiteren Verlauf des Übernahmehausangebots kann es allerdings zu einer Indexumstellung kommen. Jedenfalls für die von der Deutsche Börse AG herausgegebenen Aktienindizes sehen die Indexregeln im Fall eines Übernahmehausangebots 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.<sup>822</sup> 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.<sup>823</sup> 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.

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.<sup>824</sup> 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

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.<sup>825</sup>

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-rekordpraesen-z/>.

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

sind.<sup>826</sup> Ein nach Auffassung von *Bebchuk* und *Hirst* besonders starkes Argument<sup>827</sup> 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,<sup>828</sup> ohne dass die sich daraus ergebenden Möglichkeiten der Einflussnahme auf die Aktiengesellschaften, an denen sie Anteile halten,<sup>829</sup> bisher entsprechende Regulierungsmaßnahmen nach sich gezogen haben.<sup>830</sup> 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.<sup>831</sup>

---

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](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](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](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](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

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.<sup>832</sup> 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.<sup>833</sup>

---

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](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](http://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.

Dies ist vor allem auf die Vergütungsstruktur der Indexfonds zurückzuführen. Die den Anbietern zustehende Verwaltungsvergütung bemisst sich nach einem – normalerweise sehr geringen<sup>834</sup> – 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.<sup>835</sup> 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.<sup>836</sup> Er müsste sich im Gegenteil wegen seiner höheren Kosten mit einer im Vergleich zu den konkurrierenden Fondsanbietern niedrigeren Rendite zufrieden geben.<sup>837</sup>

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](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: [http://ssrn.com/abstract\\_id=3282794](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](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](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](http://ssrn.com/abstract_id=3282794), S. 19.

*size-fits-all*-Konzept.<sup>838</sup> 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.<sup>839</sup> Maßstäbe für die Beurteilung unternehmenspolitischer Einzelfragen – wie die Zweckmäßigkeit eines Unternehmenszusammenschlusses – ergeben sich daraus aber nicht.<sup>840</sup> 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<sup>841</sup> 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](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).

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.<sup>842</sup> 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.<sup>843</sup> In der Praxis beschränkt sich diese Prüfung zwar nicht auf eine reine Evidenzkontrolle.<sup>844</sup> 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-aktionaeere-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.



wenn sich die NewCo vor der Übermittlung der Angebotsunterlage informell mit der BaFin über die Einzelheiten der Bewertung ausgetauscht hat.<sup>845</sup>

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.

dings eher seltenen<sup>846</sup> – 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.<sup>847</sup>

#### a) Anteiliger Fundamentalwert

Seit der *Feldmühle*-Entscheidung<sup>848</sup> 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.<sup>849</sup> 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*.

Reserven und des inneren Geschäftswerts – den sog. anteiligen Fundamentalwert – widerspiegeln.<sup>850</sup>

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.<sup>851</sup> Seither hat das BVerfG diese Rechtsprechung aber auch auf den *Squeeze-Out*<sup>852</sup>, auf Unternehmensverträge<sup>853</sup> und auf die Verschmelzung<sup>854</sup> übertragen.<sup>855</sup> 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.<sup>856</sup> Teilweise wird sie mit der – allerdings nur scheinbaren<sup>857</sup> – Einschränkung versehen, dass der Wert der Verschmelzungsgegenleistung dem Wert der Anteile der Aktionäre „annähernd“ 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 bestimmbar, Unternehmenswert gibt es nicht. Wegen dieser ohnehin beste-

habe.<sup>858</sup> Auch in der Literatur werden die Vorgaben des BVerfG als Maßstab für die Bewertung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses herangezogen.<sup>859</sup>

b) Ausreichende Richtigkeitsgewähr bei der Konzentrationsverschmelzung?

Für den Fall der Konzentrationsverschmelzung wurde in Literatur<sup>860</sup> und Rechtsprechung<sup>861</sup> 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.

Tatsächlich besteht bei einer Konzernverschmelzung, d.h. der Verschmelzung eines abhängigen Unternehmens auf das herrschende Unternehmen,<sup>862</sup> ein Interessengegensatz zwischen der Mehrheit und der Minderheit der Aktionäre des abhängigen Unternehmens.<sup>863</sup> Da das herrschende Unternehmen keine Anteile an sich selbst erwirbt,<sup>864</sup> 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.<sup>865</sup> 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“,<sup>866</sup> weil sie gleichermaßen daran interessiert sind, ein für die eigene Gesellschaft möglichst günstiges Umtauschverhältnis zu erreichen.<sup>867</sup> 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<sup>868</sup> 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-

schmelzung bestehe.<sup>869</sup> Dies erlaube es, die gerichtliche Kontrolldichte in diesen Fällen zurückzunehmen.<sup>870</sup>

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 Anteilshaber 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.<sup>871</sup> 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.<sup>872</sup>

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.<sup>873</sup>

---

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.

Hinzu kommt, dass die Verhandlungen zwischen den Leitungsorganen der Fusionspartner zwar nicht durch einen Konzernkonflikt zwischen Aktionärsmehrheit und Aktionärsminderheit, wohl aber durch Agenturprobleme<sup>874</sup> – 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*<sup>875</sup> handelt.<sup>876</sup> Schon der Zusammenschluss als solcher kann Ausdruck des *empire building*, also des Strebens des Vorstands nach schierer Unternehmensgröße und damit regelmäßiger 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).

ßerer Macht und höherer Bezahlung sein.<sup>877</sup> Unabhängig davon müssen bei einem Zusammenschluss auch die Vorstandsposten der zusammengesetzten 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.<sup>878</sup>

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.<sup>879</sup> Fraglich ist, ob daneben auch eventuell vorhandene Börsenkurse der Fusionspartner bei der Bemessung des Umtauschverhältnisses einer Konzentrationsverschmelzung zu berücksichtigen sind.<sup>880</sup>

Ein entsprechendes Erfordernis hat das BVerfG erstmals in der *DAT/Altana*-Entscheidung aus dem Jahr 1999 aufgestellt.<sup>881</sup> 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; *Koulouridas*, 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*.



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.<sup>882</sup>

Dies wird vom BVerfG mit der Doppelnatur des Aktieneigentums begründet. Die Aktie vermittele einerseits einen Anteil an dem Unternehmen der Gesellschaft.<sup>883</sup> Andererseits sei sie aufgrund ihrer hohen Verkehrsfähigkeit aber auch ein eigenständiges Wirtschaftsgut.<sup>884</sup> 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.“<sup>885</sup>

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).<sup>886</sup> Der Verkehrswert sei „mit dem Börsenkurs der Aktie regelmäßig identisch“,<sup>887</sup> so dass dieser die Untergrenze für die Bewertung der abhängigen Gesellschaft darstelle.<sup>888</sup> Diese Grundsätze gälten auch für den Fall einer Abfindung in Aktien der herrschenden Gesellschaft.<sup>889</sup> 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*.

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

In 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.<sup>893</sup> Dieselbe Auffassung wird unter Hinweis auf den mit Abfindungskonstellationen vergleichbaren Konzernkonflikt auch in der Rechtsprechung der Instanzgerichte<sup>894</sup> und in der Literatur<sup>895</sup> 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 Abschlusses 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.

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

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<sup>897</sup> noch in späteren Entscheidungen<sup>898</sup> Veranlassung bestand.<sup>899</sup> In der Rechtsprechung der Instanzgerichte<sup>900</sup> und in der Literatur<sup>901</sup> 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<sup>902</sup> 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.<sup>903</sup> Entscheidend ist vielmehr der Gesichtspunkt, dass in diesen Fällen die Minderheitsaktionäre beider Fusionspartner gleich schutzwürdig sind,<sup>904</sup> 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.

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.<sup>905</sup>

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.<sup>906</sup> 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.

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<sup>907</sup> 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).

gehöhlt wird. Davon kann in den typischen Fällen der Mediatisierung nach unten keine Rede sein. Eine solche ist nach den Grundsätzen der Holz Müller/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,<sup>908</sup> die von der Mehrheit entweder aus der Gesellschaft hinausgedrängt<sup>909</sup> und damit zur unfreiwilligen Deinvestition<sup>910</sup> gezwungen oder – wie bei der Verschmelzung – in einen neuen Rechtsträger hineingedrängt<sup>911</sup> 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 – *Wiistenrot/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*.

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.<sup>912</sup> Auch entfaltete die Entscheidung in dem Spruchstellenverfahren nach § 352c Abs. 2 Satz 4 AktG a.F.<sup>913</sup> – 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 Anteils-tausch 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.<sup>914</sup> 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.

Börsenkurs des deutschen Fusionspartners liegt. Wie oben<sup>915</sup> 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.



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.<sup>916</sup>

Der Vorstandsbericht, der nach der hier vertretenen Auffassung zu erstaten 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.

## 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 von 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.

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-

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 Umtauschgebots 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 Übernahmegebots treffen, ist daher ihnen selbst und nicht dem Vorstand zuzurechnen.

## Zusammenfassung und Thesen

Die Fusion durch NewCo-Übernahme ist die *best practice* für den grenzüberschreitenden Zusammenschluss börsennotierter Unternehmen. Ungeachtet der Erleichterungen, die sich aus der Änderung der Verschmelzungsrichtlinie<sup>917</sup> ergeben, wird sich daran vermutlich auch für die Fusion von Gesellschaften aus EU/EWR-Staaten nichts ändern.<sup>918</sup> Der Anwendung des Transaktionsmodells auf deutsche Fusionspartner stehen weder konzernrechtliche noch übernahmerechtliche Regelungen entgegen.<sup>919</sup>

Eine geschriebene Hauptversammlungskompetenz für den Abschluss des der Fusion durch NewCo-Übernahme zugrunde liegenden BCA besteht nicht. Insbesondere setzt dieser keine Satzungsänderung voraus, durch die der Unternehmensgegenstand um eine umgekehrte Konzernklausel<sup>920</sup> ergänzt wird.<sup>921</sup> Das BCA stellt in der Regel auch keinen „verdeckten“ Beherrschungsvertrag dar.<sup>922</sup>

Die Voraussetzungen, unter denen eine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz bestehen kann, sind nach den Grundsätzen der Holz Müller/Gelatine-Rechtsprechung des BGH zu beurteilen.<sup>923</sup> Danach setzt die Annahme einer ungeschriebenen Kompetenz einen tiefen Eingriff in die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre voraus, wie er insbesondere von Maßnahmen mit Mediatisierungseffekt ausgeht. Aus der Rechtsprechung des BGH ergibt sich aber kein zwingender Hinweis darauf, dass der Anwendungsbereich der Holz Müller/Gelatine-Grundsätze auf Fälle dieser Art beschränkt ist. Für Maßnahmen ohne Mediatisierungseffekt muss im Einzelfall durch Vergleich mit den in der Rechtsprechung anerkannten Fällen ermittelt werden, ob sie zu einem gleich schweren Eingriff in die mitglied-schaftlichen Rechte der Aktionäre führen.<sup>924</sup>

Als Gegenstand einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz kommt in den Fällen der Fusion durch NewCo-Übernahme nur die Ent-

---

917 Änderungsrichtlinie 2019/2121/EU, ABl. L 321 vom 12.12.2019.

918 Siehe oben S. 76 ff.

919 Siehe oben S. 46 ff.

920 Vgl. den Formulierungsvorschlag von *Strohn*, ZHR 182 (2018), 114, 154.

921 Siehe oben S. 85 ff.

922 Siehe oben S. 100 ff.

923 Siehe oben S. 103 ff.

924 Siehe oben S. 131 ff.

scheidung über den Abschluss des BCA in Betracht. Bei der Prüfung, ob damit ein tiefer Eingriff in die Aktionärsrechte verbunden ist, sind allerdings auch die Folgen zu berücksichtigen, die sich aus dem damit bezweckten Vollzug des Übernahmeangebots für die Aktionäre ergeben. Für diejenigen Aktionäre, die das Angebot annehmen, hat dieser eine Mediatisierung nach oben zur Folge, deren Wirkungen denen einer Mediatisierung nach unten entsprechen. Diejenigen Aktionäre, die das Angebot nicht annehmen, werden durch den Vollzug des Übernahmeangebots in die Konzernabhängigkeit geführt. Die sich daraus ergebenden Risiken sind als Eingriff in ihre Mitgliedschaftsrechte zu werten, der demjenigen von Maßnahmen mit Mediatisierungseffekt entspricht. Von einem zusätzlichen quantitativen Kriterium können die sich daraus ergebenden Rechtsfolgen in keinem der beiden Fälle abhängig gemacht werden.<sup>925</sup>

Berücksichtigt werden muss demgegenüber, dass der Vorstand zum Vollzug der Transaktion auf die Mitwirkung der Aktionäre angewiesen ist. Von einem *Eingriff* des Vorstands in die Rechte der Aktionäre kann deshalb nur dann gesprochen werden, wenn die mit dem Vollzug des Übernahmeangebots verbundenen Folgen nicht den Aktionären zuzurechnen sind, die es mehrheitlich angenommen haben, sondern dem Vorstand, der es mit dem Abschluss des BCA initiiert hat.<sup>926</sup>

Für diese Zurechnungsfrage ist ein Maßstab zu bilden. Aus einer Parallele zu vergleichbaren Zurechnungsfragen in anderen Rechtsgebieten ergibt sich, dass nicht jedwede Mitwirkung der Aktionäre die Zurechnung der Fusionsfolgen zum Handeln des Vorstands ausschließt. Dies ist nur dann der Fall, wenn die Aktionäre bei der Annahme des Übernahmeangebots ohne Zwang und aus einer Position ausreichender Einsichtsmöglichkeiten heraus handeln. Der inhaltliche Maßstab für das Fehlen von Zwang und für das Bestehen ausreichender Einsichtsmöglichkeiten muss dem Aktiengesetz entnommen werden. Dieses sieht die Hauptversammlung als Forum für die Willensbildung der Aktionäre vor und begrenzt die Verantwortlichkeit des Vorstands durch deren Beschlüsse. Die Zurechnung der mit dem Vollzug des Übernahmeangebots verbundenen Folgen muss daher davon abhängig gemacht werden, ob die Mitwirkung der Aktionäre, die sich aus der von ihnen jeweils individuell zu treffenden Entscheidung über die Annahme oder Nichtannahme des Umtauschangebots ergibt, in

---

925 Siehe oben S. 137 ff.

926 Siehe oben S. 137 ff.

gleicher Weise wie die kollektive Beschlussfassung in der Hauptversammlung geeignet ist, ihre mitgliedschaftlichen Rechte zu wahren.<sup>927</sup>

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, kommt es auf ihre Informationslage, den Vorgang der Willensbildung als solchen und die Möglichkeit einer effektiven rechtlichen Kontrolle des Umtauschverhältnisses im Fall eines Erfolgs des Fusionsvorhabens an.<sup>928</sup> Unter keinem dieser Gesichtspunkte bleibt die Beteiligung im Rahmen des Umtauschangebots in relevantem Maße hinter der Beteiligung im Fall einer Beschlussfassung der Hauptversammlung zurück. Die Folgen, die sich aus dem Vollzug des Übernahmeangebots ergeben, sind daher den Aktionären selbst und nicht dem Vorstand zuzurechnen. Eine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz für die Entscheidung über den Abschluss des BCA scheidet damit aus.<sup>929</sup>

---

927 Siehe oben S. 173 ff.

928 Siehe oben S. 177 f.

929 Siehe oben S. 178 ff.





## Literaturverzeichnis

- Adolff, Johannes*: Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, München 2007.
- Adolff, Johannes/Tieves, Johannes*: Über den rechten Umgang mit einem entschlossenen Gesetzgeber: Die aktienrechtliche Lösung des BGH für den Rückzug von der Börse. Anmerkung zum Urteil des BGH vom 25. November 2002 – II ZR 133/01, BB 2003, 797–805.
- Alexy, Robert/Dreier, Ralf*: Precedent in the Federal Republic of Germany, in: McCormick, D. Neil/Summers, Robert S. (Hrsg.), *Interpreting Precedents. A Comparative Study*, Aldershot 1997, S. 17–64.
- Allen, William T./Kraakman, Reinier H.*: *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, 5. Aufl., New York 2016.
- Altmeyen, Holger*: Neutralitätspflicht und Pflichtangebot nach dem neuen Übernahmerecht, ZIP 2001, 1073–1084.
- Altmeyen, Holger*: Zum Anwendungsbereich der Holzmüller-Doktrin, ZIP 2004, 999–1001.
- Altmeyen, Holger*: Zur Rechtsnatur der actio pro socio, in: Heinrich, Christian (Hrsg.), *Festschrift für Hans-Joachim Musielak. Zum 70. Geburtstag*, München 2004, S. 1–25 (zit.: FS Musielak).
- Angerer, Lutz/Geibel, Stephan/Süßmann, Rainer* (Hrsg.): *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG). Kommentar*, 3. Aufl. 2017 (zit.: Angerer/Geibel/Süßmann, WpÜG).
- Arnold, Michael*: Mitwirkungsbefugnisse der Aktionäre nach Gelatine und Macrotron, ZIP 2005, 1573–1579.
- Assmann, Heinz-Dieter/Pöttsch, Thorsten/Schneider, Uwe H.* (Hrsg.): *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, 3. Aufl., Köln 2020 (zit.: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG).
- Austmann, Andreas*: Integration der Zielgesellschaft nach Übernahme, ZGR 2009, 277–309.
- Avery, Christopher/Chevalier, Judith/Schaefer, Scott*: Why Do Managers Undertake Acquisitions. An Analysis of Internal and External Rewards for Acquisitiveness, 14 *Journal of Law, Economics & Organization* 24–43 (1998).
- Bachmann, Gregor*: Abschaffung der Hauptversammlung?, in: Altmeyen, Holger/Fitz, Hanns/Honsell, Heinrich (Hrsg.), *Festschrift für Günther H. Roth zum 70. Geburtstag*, München 2011, S. 37–52 (zit.: FS Roth).
- Bainbridge, Stephen M.*: *Mergers and Acquisitions*, 3. Aufl., New York 2012.
- Ders.*: *Corporate Law*, 3. Aufl., St. Paul 2015.

- Balthasar, Stephan*: Gesellschaftsstatut und Gläubigerschutz: ein Plädoyer für die Gründungstheorie. Zugleich Besprechung von BGH, RIW 2009, 79, RIW 2009, 221–227.
- Bamberger, Heinz-Georg/Roth, Herbert/Pau, Wolfgang/Posek, Roman* (Hrsg.): Beck'scher Online-Kommentar zum BGB, 50. Edition, München 2019 (zit.: BeckOK BGB).
- Barz, Carl Hans*: Die durch die Aktienrechtsreform 1965 veranlaßten Satzungsänderungen, AG 1966, 39–44.
- Ders.* (Hrsg.): Aktiengesetz. Großkommentar, Dritter Band, §§ 179–290, 3. Aufl., Berlin 1973 (zit.: GroßkommAktG, 3. Aufl. 1973).
- Baumbach, Adolf* (Begr.): Handelsgesetzbuch mit GmbH & Co., Handelsklauseln, Bank- und Kapitalmarktrecht, Transportrecht (ohne Seerecht), 38. Aufl., München 2018 (zit.: Baumbach/Hopt).
- Baums, Theodor*: Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften, in: Lieb, Manfred (Hrsg.), Festschrift für Wolfgang Zöllner zum 70. Geburtstag, Köln 1998, S. 65–86 (zit.: FS Zöllner).
- Baums, Theodor/Thoma, Georg F./Verse, Dirk A.* (Hrsg.): WpÜG. Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Bd. 1: §§ 1–28, Loseblattsammlung, Stand: 12. Ergänzungslieferung, September 2017, Köln (zit.: Baums/Thoma, WpÜG).
- Dies.* (Hrsg.): WpÜG. Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Bd. 2: §§ 29–68, Loseblattsammlung, Stand: 12. Ergänzungslieferung, September 2017, Köln (zit.: Baums/Thoma, WpÜG).
- Bayer, Walter*: 1000 Tage neues Umwandlungsrecht. Eine Zwischenbilanz, ZIP 1997, 1613–1626.
- Bayer, Walter*: Fehlerhafte Bewertung: Aktien als Ausgleich bei Sachkapitalerhöhung und Verschmelzung?, ZHR 172 (2008), 24–41.
- Bayer, Walter/Schmidt, Jessica*: Grenzüberschreitende Sitzverlegung und grenzüberschreitende Restrukturierungen nach MoMiG, Cartesio und Trabrennbahn. Europäischer Rahmen, deutsche lex lata und rechtspolitische Desiderata, ZHR 173 (2009), 735–774.
- Bebchuk, Lucian Ayre*: The Sole Owner Standard for Takeover Policy, 17 J. Legal Stud. 197–229 (1988).
- Bebchuk, Lucian Ayre/Cohen, Alma/Hirst, Scott*: The Agency Problems of Institutional Investors, 31 Journal of Economic Perspectives 89–112 (2017 [Heft 3]).
- Bebchuk, Lucian Ayre/Hirst, Scott*: Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy, ECGI Law Working Paper No. 433/2018, Stand Mai 2019, abrufbar unter [http://ssrn.com/abstract\\_id=3282794](http://ssrn.com/abstract_id=3282794).
- Beitzke, Günther*: Internationalrechtliches zur Gesellschaftsfusion, in: Caemmerer, Ernst von (Hrsg.), Probleme des europäischen Rechts. Festschrift für Walter Hallstein zu seinem 65. Geburtstag, Frankfurt a.M. 1966, S. 14–35 (zit.: FS Hallstein).

- Benz, Nina/Hübner, Leonhard/Zimmermann, Anton S.*: Gesellschafterschutz in der grenzüberschreitenden Verschmelzung. Eine Zukunftsperspektive, ZIP 2018, 2254–2261.
- Beusch, Karl*: Die Aktiengesellschaft – eine Kommanditgesellschaft in der Gestalt einer juristischen Person? Betrachtungen zum sogenannten Holz Müller-Urteil des Bundesgerichtshofs, in: Hadding, Walther/Immenga, Ulrich (Hrsg.), Festschrift für Winfried Werner zum 65. Geburtstag am 17. Oktober 1984. Handelsrecht und Wirtschaftsrecht in der Bankpraxis, Berlin 1984, S. 1–22 (zit.: FS Werner).
- Binnewies, Burkhard*: Die Konzerneingangskontrolle in der abhängigen Gesellschaft, Köln/Berlin 1996.
- Black, Bernard S./Coffee, John C.*: Hail Britannia: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation, 92 Mich. L. Rev. 1997–2087 (1993).
- Block, Kerstin A.*: Das angemessene Umtauschverhältnis im Verschmelzungsrecht. Die Bedeutung und richtige Ermittlung des Umtauschverhältnisses sowie die Reform des nachträglichen Rechtsschutzes am Beispiel der Verschmelzung zweier Aktiengesellschaften, Frankfurt am Main 2011.
- Bormann, Jens/Stelmaszczyk, Peter*: Grenzüberschreitende Verschmelzungen nach dem EU-Company Law Package, ZIP 2019, 300–312.
- Böttcher, Lars/Habighorst, Oliver/Schulte, Christian* (Hrsg.): Umwandlungsrecht. Gesellschaftsrecht | Steuerrecht | Verfahrensrecht, 2. Aufl., Baden-Baden 2019 (zit.: Böttcher/Habighorst/Schulte, UmwG).
- Braun, Andrea*: Die vorinsolvenzliche Sanierung von Unternehmen. Ein Vorschlag für ein neues Restrukturierungsverfahren unter Berücksichtigung der englischen Arrangements, Baden-Baden 2015.
- Brealey, Richard A./Myers, Stewart C./Allen, Franklin*: Principles of Corporate Finance, 12. Aufl., New York 2017.
- Bülou, Christoph von*: 10 Jahre WpÜG – eine kritische Bestandsaufnahme, in: Mühlbert, Peter O./Kiem, Roger/Wittig, Arne (Hrsg.), 10 Jahre WpÜG. Entwicklungsstand, praktische Erfahrungen, Reformbedarf, Perspektiven, Frankfurt am Main 2011, S. 9–41.
- Bundesministerium der Justiz: Bericht über die Verhandlungen der Unternehmensrechtskommission, Köln 1980.
- Bungert, Hartwin*: Entwicklungen im internationalen Gesellschaftsrecht Deutschlands, AG 1995, 489–509.
- Ders.*: Ausgliederung durch Einzelrechtsübertragung und analoge Anwendung des Umwandlungsgesetzes. Anmerkung zu LG Karlsruhe, Beschl. v. 6. 11. 1997 – O 43/97 KfH I, NZG 1998, 367–370.
- Ders.*: Umtauschverhältnis bei Verschmelzungen entspricht nicht den Börsenwerten. Zugleich Anmerkung zu BayObLG, Beschluss vom 18.12.2002, BB 2003, 275, BB 2003, 699–704.
- Ders.*: Festschreibung der ungeschriebenen Holz Müller – Hauptversammlungszuständigkeiten bei der Aktiengesellschaft, BB 2004, 1345–1352.

- Bungert, Hartwin/Wansleben, Till*: Grenzüberschreitende Spaltungen nach dem Richtlinienentwurf der EU-Kommission, DB 2018, 2094–2104.
- Bungert, Hartwin/Wettich, Carsten*: Die zunehmende Bedeutung des Börsenkurses bei Strukturmaßnahmen im Wandel der Rechtsprechung, in: Krieger, Gerd/Lutter, Marcus/Schmidt, Karsten (Hrsg.), Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag, München 2013, S. 157–189 (zit.: FS Hoffmann-Becking).
- Busch, Torsten*: Bedingungen in Übernahmeangeboten, AG 2002, 145–152.
- Clark, Robert Charles*: Corporate Law, Boston, Toronto 1985.
- Coates, John C.*: The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve, Harvard Public Law Working Paper, No. 19-07, Stand September 2018, abrufbar unter: <http://ssrn.com/abstract=3247337>.
- Cox, James D./Hazen, Thomas Lee*: The Law of Corporations. Bd. 4, 3. Aufl., St. Paul 2010.
- Dauner-Lieb, Barbara/Simon, Stefan* (Hrsg.): Kölner Kommentar zum UmwG, Köln 2009 (zit.: KölnKommUmwG).
- Davies, Paul/Worthington, Sarah*: Gower's Principles of Modern Company Law, 10. Aufl., London 2016.
- Decher, Christian*: Rechtsfragen des grenzüberschreitenden *Merger of Equals*, in: Schneider, Uwe H./Hommelhoff, Peter (Hrsg.), Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag, Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, Köln 2000, S. 1209–1226 (zit.: FS Lutter).
- Ders.*: Bedeutung und Grenzen des Börsenkurses bei Zusammenschlüssen zwischen unabhängigen Unternehmen, in: Wank, Rolf et al. (Hrsg.), Festschrift für Herbert Wiedemann zum 70. Geburtstag, München 2002, S. 787–807 (zit.: FS Wiedemann).
- Ders.*: Das Business Combination Agreement – ein verdeckter Beherrschungsvertrag oder sonstiger strukturändernder Vertrag?, in: Kindler, Peter/Koch, Jens/Ulmer, Peter/Winter, Martin (Hrsg.), Festschrift für Uwe Hüffer zum 70. Geburtstag, München 2010, S. 145–160 (zit.: FS Hüffer).
- Detle, Felix Christoph*: Verdeckte und atypische Beherrschungsverträge im Aktienrecht, Baden-Baden 2012.
- Diekmann, Hans/Fleischmann, Dermot*: Umgang mit Interessenkonflikten in Aufsichtsrat und Vorstand der Aktiengesellschaft, AG 2013, 141–150.
- Drinhausen, Florian/Eckstein, Hans-Martin* (Hrsg.): Beck'sches Handbuch der AG. Gesellschaftsrecht - Steuerrecht - Börsengang, 3. Aufl., München 2018 (zit.: BeckHdbAG).
- Drygala, Tim/Bressendorf, Tobias von*: Gegenwart und Zukunft grenzüberschreitender Verschmelzungen und Spaltungen, NZG 2016, 1161–1168.

- Ebenroth, Carsten Thomas*: Die Kompetenzen des Vorstands und der Aktionärschutz in der Konzernobergesellschaft, AG 1988, 1–7.
- Ebenroth, Carsten Thomas*: Die qualifiziert faktische Konzernierung und ihre körperschaftssteuerrechtliche Auswirkung, AG 1990, 188–205.
- Eberspächer, Friedemann*: Unternehmerische Mitbestimmung in zugezogenen Auslandsgesellschaften: Regelungsmöglichkeiten des deutschen Gesetzgebers?, ZIP 2008, 1951–1958.
- Ebke, Werner F.*: Börsennotierte Aktiengesellschaften und Corporate Governance zwischen Staat, Gesellschaftern, Stakeholders und Markt, ZVglRWiss 111 (2012), 1–20.
- Ederle, Anton*: Verdeckte Beherrschungsverträge, Tübingen 2010.
- Ekkenga, Jens*: „Macrotron“ und das Grundrecht auf Aktieneigentum – der BGH als der bessere Gesetzgeber. – Zugleich Besprechung der Entscheidung BGH WM 2003, 53 –, ZGR 2003, 878–910.
- Emmerich, Volker*: Konzernbildungskontrolle, AG 1991, 303–312.
- Emmerich, Volker/Habersack, Mathias*: Konzernrecht. Ein Studienbuch, 10. Aufl., München 2013.
- Dies.* (Hrsg.): Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 8. Aufl., München 2016 (zit.: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 8. Aufl. 2016).
- Emmerich, Volker/Habersack, Mathias/Schürnbrand, Jan* (Hrsg.): Aktien- und GmbH-Konzernrecht. Kommentar, 9. Aufl., München 2019 (zit.: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht).
- Erman, Walter* (Begr.): BGB. Bürgerliches Gesetzbuch, Handkommentar mit AGG, EGBGB (Auszug), ErbbauRG, HausratsVO, LPartG, ProdHaftG, UKlaG, VAHRG und WEG, 15. Aufl., Köln 2017 (zit.: Erman, BGB).
- Fish, Jill E./Hamdani, Assaf/Solomon, Steven Davidoff*: The New Titans of Wall Street: A theoretical Framework for Passive Investors, ECGI Law Working Paper No. 414/2018, Stand März 2019, abrufbar unter: [http://ssrn.com/abstract\\_id=3192069](http://ssrn.com/abstract_id=3192069).
- Fleischer, Holger*: Directors Dealings, ZIP 2002, 1217–1218.
- Ders.*: Zur Leitungsaufgabe des Vorstands im Aktienrecht, ZIP 2003, 1–11.
- Ders.*: Ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten im Aktienrecht, NJW 2004, 2335–2339.
- Ders.*: Aktienrechtliche Legalitätspflicht und „nützliche“ Pflichtverletzungen von Vorstandsmitgliedern, ZIP 2005, 141–152.
- Ders.*: Vorstandspflichten bei rechtswidrigen Hauptversammlungsbeschlüssen, BB 2005, 2025–2030.
- Ders.*: Der Zusammenschluss von Unternehmen im Aktienrecht. Aktienrechtliche Problemfelder bei M&A-Transaktionen, ZHR 172 (2008), 538–571.
- Ders.*: Zur rechtlichen Bedeutung der Fairness Opinion im deutschen Aktien- und Übernahmerecht, ZIP 2011, 201–211.

- Ders.*: Gestaltungsgrenzen für Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats nach § 111 Abs. 4 S. 2 AktG, BB 2013, 835–843.
- Ders.*: Unternehmensbewertung bei aktienrechtlichen Abfindungsansprüchen: Bestandsaufnahme und Reformperspektiven im Lichte der Rechtsvergleichung, AG 2014, 97–114.
- Ders.*: Unternehmensbewertung zwischen Tat- und Rechtsfrage, AG 2016, 185–199.
- Fleischer, Holger/Bong, Sebastian*: Unternehmensbewertung bei konzernfreien Verschmelzungen zwischen Geschäftsleiterermessen und Gerichtskontrolle, NZG 2013, 881–890.
- Fleischer, Holger/Goette, Wulf* (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung - GmbHG, Bd. 1: §§ 1–34, 3. Aufl., München 2018 (zit.: MünchKommGmbHG).
- Fleischer, Holger/Heinrich, Elke*: § 10 – Holzmüller – BGHZ 83, 122. Ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit, in: Fleischer, Holger/Thiessen, Jan (Hrsg.), Gesellschaftsrechts-Geschichten, Tübingen 2018, S. 345–378.
- Fleischer, Holger/Horn, Konstantin*: Grenzüberschreitende Zusammenschlüsse börsennotierter Unternehmen 20 Jahre nach DaimlerChrysler, DB 2019, 2675–2683.
- Fleischer, Holger/Hüttemann, Rainer* (Hrsg.): Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 1. Aufl., Köln 2015 (zit.: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung).
- Fleischer, Holger/Kalss, Susanne*: Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. Einführende Gesamtdarstellung und Materialien, München 2002.
- Fleischer, Holger/Schmolke, Klaus Ulrich*: Zum Sondervotum einzelner Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder bei Stellungnahmen nach § 27 WpÜG, DB 2007, 95–100.
- Fleischer, Holger/Strothotte, Christian*: Ein Stewardship Code für institutionelle Investoren: Wohlverhaltensregeln und Offenlegung der Abstimmungspolitik als Vorbild für Deutschland und Europa?, AG 2011, 221–233.
- Flume, Werner*: Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, Erster Band, Erster Teil, Die Personengesellschaft, Berlin 1977 (zit.: Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, Bd. I/1, Die Personengesellschaft).
- Ders.*: Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, Erster Band, Zweiter Teil, Die juristische Person, Berlin 1983 (zit.: Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, Bd. I/2, Die juristische Person).
- Frenzel, Ralf*: Grenzüberschreitende Verschmelzung von Kapitalgesellschaften, Hamburg 2008.
- Fubermann, Lambertus*: „Gelatine“ und die Holzmüller-Doktrin – Ende einer juristischen Irrfahrt?, AG 2004, 339–342.
- Gefßler, Ernst*: Vorstand und Aufsichtsrat im neuen Aktiengesetz, JW 1937, 497–503.
- Gilson, Ronald J./Black, Bernard S.*: The law and finance of corporate acquisitions, Westbury, NY 1995.
- Goette, Wulf*: Organisation und Zuständigkeit im Konzern, AG 2006, 522–527.

- Ders.*: Die aktuelle höchstrichterliche Rechtsprechung zum Gesellschaftsrecht, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2007, Köln 2008, S. 2–46.
- Goette, Wulf/Habersack, Mathias* (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 5: §§ 278–328, SpruchG, ÖGesAusG, Österreichisches Konzernrecht, 4. Aufl., München 2015 (zit.: MünchKommAktG).
- Dies.* (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 4: §§ 179–277, 4. Aufl., München 2016 (zit.: MünchKommAktG).
- Dies.* (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 6: §§ 329–410, WpÜG, Österreichisches Übernahmerecht, 4. Aufl., München 2017 (zit.: MünchKommAktG).
- Dies.* (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 7: Europäisches Aktienrecht – SE-VO – SEBG – Europäische Niederlassungsfreiheit, 4. Aufl., München 2017 (zit.: MünchKommAktG).
- Dies.* (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 3: §§ 118–178, 4. Aufl., München 2018 (zit.: MünchKommAktG).
- Dies.* (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 1: §§ 1–75, 5. Aufl., München 2019 (zit.: MünchKommAktG).
- Dies.* (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 2: §§ 76–117 MitbestG, DrittelbG, 5. Aufl., München 2019 (zit.: MünchKommAktG).
- Dies.* (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 6: §§ 329–410. WpÜG. Österreichisches Übernahmerecht, 4. Aufl. 2017 (zit.: MünchKommAktG).
- Goj, Philip*: Ungeschriebenes Hauptversammlungserfordernis beim Beteiligungserwerb?, Berlin 2015.
- Goslar, Sebastian*: Keine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz für Aktienwerb durch Tausch nach Vorgaben des WpÜG („Linde“), EWiR 2019, 171–172.
- Götz, Heinrich*: Die Sicherung der Rechte der Aktionäre in der Konzernobergesellschaft bei Konzernbildung und Konzernleitung. Zugleich auch eine Besprechung der „Holzmüller“ – Entscheidung des Bundesgerichtshofs, AG 1984, 85–94.
- Götze, Cornelius*: „Gelatine“ statt „Holzmüller“ – Zur Reichweite ungeschriebener Mitwirkungsbefugnisse der Hauptversammlung, NZG 2004, 585–589.
- Grigoleit, Hans Christoph* (Hrsg.): Aktiengesetz. Kommentar, 1. Aufl., München 2013 (zit.: Grigoleit, AktG).
- Groß, Wolfgang*: Zuständigkeit der Hauptversammlung bei Erwerb und Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen, AG 1994, 266–276.
- Ders.*: Vorbereitung und Durchführung von Hauptversammlungsbeschlüssen zu Erwerb oder Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen, AG 1996, 111–119.
- Großfeld, Bernhard*: Zum Klagerecht eines Aktionärs gegenüber Maßnahmen der Geschäftsführung bei Ausgliederung eines Unternehmensteils und Übertragung auf eine neu gegründete Tochtergesellschaft, JZ 1981, 231–236.

- Großfeld, Bernhard/Jasper, Dieter*: Identitätswahrende Sitzverlegung und Fusion von Kapitalgesellschaften in die Bundesrepublik Deutschland, *RebelsZ* 53 (1989), 52–71.
- Grün, Regina*: Informationspflichten des Vorstands bei „Holzmüller“-Beschlüssen, Baden-Baden 2007.
- Günther, Walter*: Konzernverschmelzung und Schutz außenstehender Aktionäre, *AG* 1968, 98–107.
- Haarmann, Wilhelm/Schüppen, Matthias* (Hrsg.): Frankfurter Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. Öffentliche Übernahmeangebote (WpÜG) und Ausschluss von Minderheitsaktionären (§§ 327a-f AktG), 3. Aufl., Frankfurt am Main 2008 (zit.: Frankfurter Kommentar WpÜG).
- Habersack, Mathias*: Genußrechte und sorgfaltswidrige Geschäftsführung. Ein Beitrag zum Schutz der Inhaber von Genußrechten mit Eigenkapitalcharakter, *ZHR* 151 (1991), 378–401.
- Ders.*: Mitwirkungsrechte der Aktionäre nach Macrotron und Gelatine, *AG* 2005, 137–149.
- Habersack, Mathias/Drinhausen, Florian* (Hrsg.): SE-Recht mit grenzüberschreitender Verschmelzung, 2. Aufl., München 2016 (zit.: Habersack/Drinhausen, SE-Recht).
- Haertlein, Lutz*: Vorstandshaftung wegen (Nicht-)Ausführung eines Gewinnverwendungsbeschlusses mit Dividendenausschüttung, *ZHR* 168 (2004), 437–467.
- Handelsrechtsausschuss des DAV: Vorschläge des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltvereins e.V. zur Änderung des UmwG, *NZG* 2000, 802–808.
- Ders.*: Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Zweiten Gesetzes zur Änderung des Umwandlungsgesetzes, *NZG* 2006, 737–744.
- Ders.*: Gesetzgebungsvorschlag zum Spruchverfahren bei Umwandlung und Sachkapitalerhöhung und zur Erfüllung des Ausgleichsanspruchs durch Aktien, *NZG* 2007, 497–505.
- Ders.*: Stellungnahme zu Ergänzungen des Entwurfs der Aktienrechtsnovelle 2012, *NZG* 2013, 694–703.
- Hannigan, Brenda*: *Company Law*, 4. Aufl., Oxford 2016.
- Harbarth, Stephan*: Kontrollerlangung und Pflichtangebot, *ZIP* 2002, 321–332.
- Hasselbach, Kai/Nawroth, Christoph/Rödding, Adalbert* (Hrsg.): Beck'sches Holding Handbuch. Rechtspraxis der verbundenen Unternehmen; Gesellschaftsrecht, Steuerrecht, Rechnungslegung, Arbeitsrecht, Kartellrecht, 2. Aufl., München 2016 (zit.: Hasselbach/Nawroth/Rödding, Beck'sches Holding Handbuch).
- Hasselbach, Kai/Rauch, David*: Die Entwicklung des Übernahmerechts 2017/2018. Aktuelle Themen des Rechts der börsennotierten Unternehmen, *BB* 2019, 194–201.



- Heidinger, Andreas/Leible, Stefan/Schmidt, Jessica* (Hrsg.): Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH-Gesetz). Band I, Systematische Darstellungen, §§ 1–34 GmbHG, 3. Aufl., München 2017 (zit.: Michalski/Heidinger/Leible/J. Schmidt, GmbHG).
- Heinsius, Theodor*: Organzuständigkeit bei Bildung, Erweiterung und Umorganisation des Konzerns, ZGR 1984, 383–411.
- Hell, Patrick*: Institutionelle Investoren, Stewardship und ESG, NZG 2019, 338–342.
- Hellgardt, Alexander/Ilmer, Martin*: Wiederauferstehung der Sitztheorie?, NZG 2009, 94–96.
- Henssler, Martin/Strohn, Lutz* (Hrsg.): Gesellschaftsrecht. BGB - HGB - PartGG - GmbHG - AktG - GenG - UmwG - InsO - AnfG - IntGesR, 4. Aufl., München 2019 (zit.: Henssler/Strohn, GesR).
- Henze, Hartwig*: Holzmüller vollendet das 21. Lebensjahr, in: Habersack, Mathias/Hommelhoff, Peter/Hüffer, Uwe/Schmidt, Karsten (Hrsg.), Festschrift für Peter Ulmer zum 70. Geburtstag am 2. Januar 2003, Berlin 2003, S. 211–242 (zit.: FS Ulmer).
- Hippeli, Michael*: Das öffentliche Übernahmerecht in der aktuellen Verwaltungspraxis, Der Konzern 2018, 465–474.
- Ders.*: Kein ungeschriebenes Zustimmungserfordernis der Hauptversammlung zu einem Merger of Equals, NZG 2019, 535–536.
- Hirte, Heribert*: Bezugsrechtsausschluß und Konzernbildung, Köln 1986.
- Hirte, Heribert/Bülow, Christoph von* (Hrsg.): Kölner Kommentar zum WpÜG mit AngebVO und §§ 327a-327f AktG, 2. Aufl. 2010 (zit.: KölnKommWpÜG).
- Hirte, Heribert/Mülbert, Peter O./Roth, Markus* (Hrsg.): Aktiengesetz – Großkommentar, Bd. 4, Teilband 1: §§ 76-91, 5. Aufl., Berlin 2015 (zit.: GroßkommAktG).
- Dies.* (Hrsg.): Aktiengesetz – Großkommentar, Bd. 2, Teilband 1: §§ 23-40, 5. Aufl., Berlin 2016 (zit.: GroßkommAktG).
- Dies.* (Hrsg.): Aktiengesetz – Großkommentar, Bd. 7, Teilband 1: §§ 118-130, Berlin 2017 (zit.: GroßkommAktG).
- Hoffmann-Becking, Michael*: Der qualifizierte faktische AG-Konzern – Tatbestand und Abwehransprüche –, in: Ulmer, Peter (Hrsg.), Probleme des Konzernrechts. Symposium zum 80. Geburtstag von Wolfgang Schilling, Heidelberg 1989, S. 68–86.
- Hoffmann-Becking, Michael*: „Holzmüller“, „Gelatine“ und die These von der Mediatisierung der Aktionärsrechte, ZHR 172 (2008), 231–238.
- Ders.* (Hrsg.): Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts. Band 4 | Aktiengesellschaft, 4. Aufl., München 2015 (zit.: MünchHdbGesR, Bd. 4).
- Hofstetter, Karl*: Von der „Landsgemeinde“ zur „proxy“-Generalversammlung: Vorschläge für einen Paradigmenwechsel in der Schweiz, ZGR 2008, 560–592.
- Hölters, Wolfgang* (Hrsg.): Aktiengesetz. Kommentar, 3. Aufl., München 2017 (zit.: Hölters, AktG).

- Hommelhoff, Peter*: Die Konzernleitungspflicht. Zentrale Aspekte eines Konzernverfassungsrechts, Köln 1982.
- Ders.*: 100 Bände BGHZ: Aktienrecht, ZHR 151 (1987), 493–516.
- Hopt, Klaus J.*: Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen. Zur aktien- und übernahmerechtlichen Rechtslage in Deutschland und Europa, in: Schneider, Uwe H./Hommelhoff, Peter (Hrsg.), Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag. Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, Köln 2000, S. 1361–1400 (zit.: FS Lutter).
- Ders.*: Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, ZHR 166 (2002), 383–432.
- Ders.*: Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken, ZGR 2002, 333–376.
- Ders.*: Konzernrecht: Die europäische Perspektive, ZHR 171 (2007), 199–240.
- Hopt, Klaus J./Wiedemann, Herbert* (Hrsg.): Aktiengesetz – Großkommentar, Bd. 6: §§ 150–220, 4. Aufl., Berlin 1994 (zit.: GroßKommAktG, 4. Aufl. 1994).
- Dies.* (Hrsg.): Aktiengesetz – Großkommentar, Bd. 5: Mitbestimmungsgesetz; §§ 118–149, 4. Aufl., Berlin 2008 (zit.: GroßKommAtkG).
- Horn, Norbert*: Internationale Unternehmenszusammenschlüsse, ZIP 2000, 473–485.
- Houben, Eike*: Die Gestaltung des Pflichtangebots unter dem Aspekt des Minderheitenschutzes und der effizienten Allokation der Unternehmenskontrolle, WM 2000, 1873–1883.
- Hüffer, Uwe*: Zur Holz Müller-Problematik: Reduktion des Vorstandsermessens oder Grundlagenkompetenz der Hauptversammlung?, in: Habersack, Mathias/Hommelhoff, Peter/Hüffer, Uwe/Schmidt, Karsten (Hrsg.), Festschrift für Peter Ulmer zum 70. Geburtstag am 2. Januar 2003, Berlin 2003, S. 279–304 (zit.: FS Ulmer).
- Ders.* (Begr.): Aktiengesetz, 13. Aufl., München 2018 (zit.: Hüffer/Koch, AktG).
- Hügel, Hanns F.*: Verschmelzung und Einbringung. Unternehmensübertragung auf verbandsrechtlicher Grundlage im österreichischen und deutschen Gesellschafts-, Bilanz- und Ertragsteuerrecht der Kapitalgesellschaften, Wien/Köln 1993.
- Immenga, Ulrich*: Unternehmensfusion und Aktionärsrechte, BB 1970, 629–635.
- Immenga, Ulrich/Mestmäcker, Ernst Joachim* (Hrsg.): Wettbewerbsrecht. Band 1. EU/Teil 1 Kommentar zum Europäischen Kartellrecht, München 2012 (zit.: Immenga/Mestmäcker, WettbewerbsR).
- Dies.* (Hrsg.): Wettbewerbsrecht. Band 2. GWB Kommentar zum Deutschen Kartellrecht, 5. Aufl., München 2014 (zit.: Immenga/Mestmäcker, WettbewerbsR).
- Inci, Serdar*: Shareholder Engagement. Chancen, Risiken und Kompatibilität mit der deutschen Corporate Governance, Baden-Baden 2018.

- Jacobs, Otto H.* (Begr.): Internationale Unternehmensbesteuerung. Deutsche Investitionen im Ausland, ausländische Investitionen im Inland, 8. Aufl., München 2016 (zit.: Jacobs, Internationale Unternehmensbesteuerung).
- Jansen, Stephen A./Picot, Gerhard/Schiereck, Dirk* (Hrsg.): Internationales Fusionsmanagement. Erfolgsfaktoren grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse, Stuttgart 2001 (zit.: Jansen/Picot/Schiereck, Internationales Fusionsmanagement).
- Jensen, Michael C.*: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, 76 *American Economic Review* (Papers and Proceedings) 323–329 (1986).
- Ders.*: Takeovers: Their Causes and Consequences, 2 *Journal of Economic Perspectives* 21–48 (1988).
- Joecks, Wolfgang/Miebach, Klaus* (Hrsg.): Münchener Kommentar zum StGB, Bd. 4 §§ 185–262, 3. Aufl., München 2017 (zit.: MünchKommStGB).
- Joost, Detlev*: „Holzmüller 2000“ vor dem Hintergrund des Umwandlungsgesetzes, *ZHR* 163 (1999), 164–186.
- Kallmeyer, Harald*: Grenzüberschreitende Verschmelzungen und Spaltungen?, *ZIP* 1996, 535–537.
- Ders.* (Hrsg.): Umwandlungsgesetz. Verschmelzung, Spaltung und Formwechsel bei Handelsgesellschaften, 6. Aufl. 2017 (zit.: Kallmeyer, UmwG).
- Kiefner, Alexander/Brügel, Florian*: Der umwandlungsrechtliche Squeeze-out, *AG* 2011, 525–540.
- Kiem, Roger*: Die Regelung der grenzüberschreitenden Verschmelzung im deutschen Umwandlungsgesetz, *WM* 2006, 1091–1099.
- Kieninger, Eva-Maria*: Anmerkung zu BGH, Urteil vom 27. 10. 2008 - II ZR 158/06, *NJW* 2009, 292–293.
- Kienzle, Philipp*: Verdeckte Beherrschungsverträge im Aktienrecht, Baden-Baden 2010.
- Kleindiek, Detlef*: Funktion und Geltungsanspruch des Pflichtangebots nach dem WpÜG. Kapitalmarktrecht - Konzernrecht - Umwandlungsrecht, *ZGR* 2002, 546–578.
- Klöhn, Lars* (Hrsg.): Marktmissbrauchsverordnung. Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch, 1. Aufl., München 2018 (zit.: Klöhn, MMVO).
- Klöhn, Lars/Verse, Dirk A.*: Ist das „Verhandlungsmodell“ zur Bestimmung der Verschmelzungswertrelation verfassungswidrig? Überlegungen zu BVerfG v. 24.5.2012 – 1 BvR 3221/10, *AG* 2012, 674 – Daimler/Chrysler, *AG* 2013, 2–10.
- Knobbe-Keuk, Brigitte*: Das Klagerecht des Gesellschafters einer Kapitalgesellschaft wegen gesetzes- und satzungswidriger Maßnahmen der Geschäftsführung, in: Flume, Werner/Raisch, Peter/Steindorff, Ernst (Hrsg.), Beiträge zum Zivil- und Wirtschaftsrecht. Festschrift für Kurt Ballerstedt zum 70. Geburtstag am 24. Dezember 1975, Berlin 1975, S. 239–256 (zit.: FS Ballerstedt).

- Koch, Jens*: Die Zuständigkeit der Hauptversammlung für Zusammenschlussvorhaben nach dem Linde/Praxair-Modell, ZGR 2019, 588–629.
- Koppensteiner, Hans-Georg*: Internationale Unternehmen im deutschen Gesellschaftsrecht, Frankfurt a. M. 1971.
- Ders.*: „Holzmüller“ auf dem Prüfstand des BGH, DK 2004, 381–386.
- Kort, Michael*: Bekanntmachungs-, Berichts- und Informationspflichten bei „Holzmüller“-Beschlüssen der Mutter im Falle von Tochter-Kapitalerhöhungen zu Sanierungszwecken, ZIP 2002, 685–690.
- Kort, Michael*: Neues zu „Holzmüller“: Bekanntmachungspflichten bei wichtigen Verträgen. Zugleich Besprechung von OLG Schleswig v. 8.12.2005 - 5 U 57/04, AG 2006, 120, AG 2006, 272–276.
- Kouloridas, Athanasios*: The Law and Economics of Takeovers: An Acquirer's Perspective, London 2008 (zit.: The Law And Economics of Takeovers).
- Kraakman, Reinier H. et al.*: The Anatomy of Corporate Law. A comparative and functional approach, 3. Aufl., Oxford 2017 (zit.: Kraakman et al, The Anatomy of Corporate Law).
- Kreutz, Peter*: Die actio pro socio im Recht der BGB-Gesellschaft, in: Häuser, Franz et al. (Hrsg.), Festschrift für Walter Hadding zum 70. Geburtstag am 8. Mai 2004. S. 513–528 (zit.: FS Hadding).
- Kronke, Herbert*: Deutsches Gesellschaftsrecht und grenzüberschreitende Strukturänderungen, ZGR 1994, 26–46.
- Kropff, Bruno*: Aktiengesetz. Textausgabe des Aktiengesetzes vom 6.9.1965 (Bundesgesetzbl. I S. 1089) und des Einführungsgesetzes zum Aktiengesetz vom 6.9.1965 (Bundesgesetzbl. I S. 1185) mit Begründung des Regierungsentwurfs, Düsseldorf 1965.
- Ders.*: Über die „Ausgliederung“, in: Ballerstedt, Kurt (Hrsg.), Festschrift für Ernst Gessler zum 65. Geburtstag am 5. März 1970, München 1971, S. 111–126 (zit.: FS Gessler).
- Ders.*: Zur Konzernleitungspflicht, ZGR 1984, 112–133.
- Ders.*: Konzerneingangskontrolle bei der qualifiziert konzerngebundenen Aktiengesellschaft, in: Havermann, Hans (Hrsg.), Bilanz- und Konzernrecht. Festschrift zum 65. Geburtstag von Dr. Dr. h. c. Reinhard Goerdeler, Düsseldorf 1987, S. 259–278 (zit.: FS Goerdeler).
- Ders.*: Grundzüge des Konzernrechts, in: Lutter, Marcus/Semler, Johannes (Hrsg.), Rechtsgrundlagen freier Unternehmensewirtschaft. Unternehmensrecht, Köln 1991, S. 71–89.
- Kropff, Bruno/Semler, Johannes* (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 4, §§ 118-147, 2. Aufl., München 2004 (zit.: MünchKommAktG, 2. Aufl. 2004).
- Kropholler, Jan*: Internationales Privatrecht, 6. Aufl., Tübingen 2006.
- Krüger, Wolfgang/Rauscher, Thomas* (Hrsg.): Münchener Kommentar zur Zivilprozessordnung mit Gerichtsverfassungsgesetz und Nebengesetzen, Band 1, §§ 1-354, 5. Aufl., München 2016 (zit.: MünchKommZPO).

- Kuntz, Thilo*: Grundlagen und Grenzen der aktienrechtlichen Leitungsautonomie, AG 2016, 101–116.
- Larenz, Karl*: Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 6. Aufl., Berlin 1991.
- Larenz, Karl/Canaris, Claus-Wilhelm*: Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 3. Aufl., Berlin/Heidelberg 1995.
- Lehmann, Karl*: Gutachten über die Frage: Wieweit erstrecken sich Recht und Pflicht des Aufsichtsrats und Vorstandes einer Aktiengesellschaft zur Einberufung der Generalversammlung, in: Schriftführer-Amt der Ständigen Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des Siebenundzwanzigsten Deutschen Juristentages, Berlin 1904, 57–80 (zit.: Verhandlungen des 27. DJT, Bd. 1).
- Leible, Stefan/Reichert, Jochem* (Hrsg.): Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts. Band 6 | Internationales Gesellschaftsrecht | Grenzüberschreitende Umwandlungen, 4. Aufl., München 2013 (zit.: MünchHdbGesR, Bd. 6).
- Lenz, Jürgen/Behnke, Thorsten*: Das WpÜG im Praxistest. Ein Jahr Angebotsverfahren unter der Regie des neuen Gesetzes, BKR 2003, 43–51.
- Lenz, Jürgen/Linke, Ulf*: Die Handhabung des WpÜG in der aufsichtsrechtlichen Praxis, AG 2002, 361–369.
- Leyendecker-Langner, Benjamin E.*: Die Stellungnahme nach § 27 WpÜG bei Interessenkonflikten von Organmitgliedern, NZG 2016, 1213–1218.
- Liebscher, Thomas*: Konzernbildungskontrolle, Berlin 1995.
- Ders.*: Ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten im Lichte von Holz-müller, Macrotron und Gelatine, ZGR 2005, 1–33.
- Lieder, Jan*: Annexkompetenzen der Gesellschafterversammlung, NZG 2015, 569–580.
- Lieder, Jan/Kliebisch, Rene*: Nichts Neues im Internationalen Gesellschaftsrecht: Anwendbarkeit der Sitztheorie auf Gesellschaften aus Drittstaaten? Zugleich Besprechung des BGH-Trabrennbahnurteils, BB 2009, 14, BB 2009, 338–343.
- Lieder, Jan/Wilk, Cornelius/Ghassemi-Tabar, Nima* (Hrsg.): Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts. Band 8 | Umwandlungsrecht, Gesellschaftsrecht, Insolvenzrecht, Steuerrecht, Bilanzrecht, Arbeitsrecht, Kartellrecht, Öffentliches Recht, 5. Aufl., München 2018 (zit.: MünchHdbGesR, Bd. 8).
- Lindenmaier, Fritz/Möhring, Philipp* (Begr.): Nachschlagewerk des Bundesgerichtshofs, München (zit.: Lindenmaier/Möhring, Nachschlagewerk des Bundesgerichtshofs).
- Lorenz, Dirk*: Das Spruchverfahren – dickes Ende oder nur viel Lärm um nichts?, AG 2012, 284–288.
- Lucaj, Lorenz*: Grenzüberschreitende Verschmelzung mit Drittstaatenbezug, Baden-Baden 2017.
- Lund, Dorothy S.*: The Case against Passive Shareholder Voting, 43 J. Corp. L. 493–536 (2018).

- Lutter, Marcus*: Die Rechte der Gesellschafter beim Abschluss fusionsähnlicher Unternehmensverbindungen. DB-Beilage Nr. 21, Düsseldorf 1974.
- Ders.*: Teilfusionen im Gesellschaftsrecht, in: Fischer, Robert (Hrsg.), *Wirtschaftsfragen der Gegenwart*. Festschrift für Carl Hans Barz zum 65. Geburtstag am 6. Dezember 1974, Berlin 1974, S. 199–218 (zit.: FS Barz).
- Ders.*: Zur Binnenstruktur des Konzerns, in: Hefermehl, Wolfgang/Gmür, Rudolf (Hrsg.), *Festschrift für Harry Westermann zum 65. Geburtstag*, Karlsruhe 1974, S. 347–368 (zit.: FS Westermann).
- Ders.*: Zur Wirkung von Zustimmungsvorbehalten nach § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG auf nahestehende Gesellschaften, in: Lutter, Marcus (Hrsg.), *Festschrift für Robert Fischer*, Berlin 1979, S. 419–436 (zit.: FS Fischer).
- Ders.*: Theorie der Mitgliedschaft, AcP 180 (1980), 84–159.
- Ders.*: Die zivilrechtliche Haftung in der Unternehmensgruppe, ZGR 1982, 244–275.
- Ders.*: Organzuständigkeiten im Konzern, in: Lutter, Marcus/Mertens, Hans-Joachim/Ulmer, Peter (Hrsg.), *Festschrift für Walter Stimpel zum 68. Geburtstag am 29. November 1985*, Berlin 1985, S. 825–854 (zit.: FS Stimpel).
- Ders.*: Zur Aufgabe des Konzernrechts: Schutz vor Missbrauch oder Organisationsrecht, in: Druey, Jean Nicolas (Hrsg.), *Das St. Galler Konzernrechtsgespräch. Konzernrecht aus der Konzernwirklichkeit*, Köln 1988, S. 225–233.
- Ders.*: Zur Vorbereitung und Durchführung von Grundlagenbeschlüssen in Aktiengesellschaften, in: Goerdeler, Reinhard/Hommelhoff, Peter/Lutter, Marcus/Wiedemann, Herbert (Hrsg.), *Festschrift für Hans-Joachim Fleck zum 70. Geburtstag am 30. Januar 1988*, Berlin 1988, S. 169–190 (zit.: FS Fleck).
- Ders.*: Genußrechtsfragen. Besprechung der Entscheidungen BGH ZIP 1992, 1542 (Klöckner) und BGH ZIP 1992, 1728 (Bremer Bankverein), ZGR 1993, 291–311.
- Ders.*: Aktienerwerb von Rechts wegen: Aber welche Aktien?, in: Immenga, Ulrich (Hrsg.), *Festschrift für Ernst-Joachim Mestmäcker zum 70. Geburtstag*, Baden-Baden 1996, S. 943–954 (zit.: FS Mestmäcker).
- Ders.*: Das Vor-Erwerbsrecht/Bezugsrecht der Aktionäre beim Verkauf von Tochtergesellschaften über die Börse, AG 2000, 342–345.
- Ders.*: Der Erwerb der Dresdner Bank durch die Commerzbank – ohne ein Votum ihrer Hauptversammlung?, ZIP 2012, 351.
- Ders.* (Begr.): *Umwandlungsgesetz. Kommentar mit systematischer Darstellung des Umwandlungssteuerrechts*, 5. Aufl. 2014 (zit.: Lutter, UmwG).
- Lutter, Marcus/Bayer, Walter* (Hrsg.):  *Holding-Handbuch Konzernrecht, Konzernsteuerrecht, Konzernarbeitsrecht, Betriebswirtschaft*, 5. Aufl., Köln 2015 (zit.: Lutter/Bayer, Holding-Handbuch).
- Lutter, Marcus/Bayer, Walter/Schmidt, Jessica*: *Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*, 6. Aufl., Berlin/Boston 2018.
- Lutter, Marcus/Hommelhoff, Peter* (Hrsg.): *GmbHG. Kommentar*, 19. Aufl., Köln 2016 (zit.: Lutter/Hommelhoff, GmbHG).

- Lutter, Marcus/Leinekugel, Rolf*: Der Ermächtigungsbeschluß der Hauptversammlung zu grundlegenden Strukturmaßnahmen – zulässige Kompetenzübertragung oder unzulässige Selbstentmachtung?, ZIP 1998, 805–817.
- Maier-Reimer, Georg*: Verbesserung des Umtauschverhältnisses in Spruchverfahren, ZHR 164 (2000), 563–588.
- Martens, Klaus-Peter*: Die Entscheidungsautonomie des Vorstands und die „Basisdemokratie“ in der Aktiengesellschaft. Anmerkungen zu BGHZ 83, S. 122 („Holzmüller“), ZHR 147 (1983), 377–428.
- Ders.*: Verschmelzung, Spruchverfahren und Anfechtungsklage in Fällen eines unrichtigen Umtauschverhältnisses, AG 2000, 301–308.
- Mayer, Dieter*: Praxisfragen des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out-Verfahrens, NZG 2012, 561–575.
- Mecke, Thomas*: Konzernstruktur und Aktionärsentscheid, Baden-Baden 1992.
- Memminger, Peter*: Die Revlon-Rechtsprechung in Delaware zu Übernahmetransaktionen und die Behandlung der entsprechenden Fragestellungen im deutschen Recht, Baden-Baden 2013 (zit.: Die Revlon-Rechtsprechung in Delaware).
- Merkt, Hanno*: US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 3. Aufl., Frankfurt am Main 2013.
- Mertens, Hans-Joachim*: Die gesetzlichen Einschränkungen der Disposition über Ersatzansprüche der Gesellschaft durch Verzicht und Vergleich in der aktien- und konzernrechtlichen Organhaftung, in: Goerdeler, Reinhard/Hommelhoff, Peter/Lutter, Marcus/Wiedemann, Herbert (Hrsg.), Festschrift für Hans-Joachim Fleck zum 70. Geburtstag am 30. Januar 1988, Berlin 1988, S. 209–219 (zit.: FS Fleck).
- Mestmäcker, Ernst Joachim*: Zur Systematik des Rechts der verbundenen Unternehmen im neuen Aktiengesetz, in: Biedenkopf, Kurt H. (Hrsg.), Das Unternehmen in der Rechtsordnung. Festgabe für Heinrich Kronstein aus Anlass seines 70. Geburtstages am 12. September 1967, Karlsruhe 1967, S. 129–150 (zit.: Festgabe Kronstein).
- Meyer-Sparenberg, Wolfgang/Jäckle, Christof* (Hrsg.): Beck'sches M&A-Handbuch. Planung, Gestaltung, Sonderformen, regulatorische Rahmenbedingungen und Streitbeilegung bei Mergers & Acquisitions, München 2017 (zit.: Meyer-Sparenberg/Jäckle, Beck'sches M&A-Handbuch).
- Möllers, Thomas M. J.*: Juristische Methodenlehre, München 2017.
- Mollnhuber, Thomas*: Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung. Eine Untersuchung zum deutschen und österreichischen Aktienrecht, Köln 2017.
- Muck, Moritz*: Defizite im deutschen Übernahmerecht, Jena 2016.
- Mülbart, Peter O.*: Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt. Die Aktionärsrechte bei Bildung und Umbildung der Unternehmensgruppe zwischen Verbands- und Anlegererschutzrecht, 2. Aufl., München 1996.
- Ders.*: Übernahmerecht zwischen Kapitalmarktrecht und Aktien(konzern)recht – die konzeptionelle Schwachstelle des RegE WpÜG, ZIP 2001, 1221–1229.

- Neye, Hans-Werner*: Das neue Umwandlungsrecht vor der Verabschiedung im Bundestag, ZIP 1994, 917–920.
- Nitschke, Manfred*: Die Geltendmachung von Gesellschaftsforderungen durch den einzelnen Gesellschafter einer Personengesellschaft (Gesamthänderklage), ZHR 128 (1966), 48–98.
- Noack, Max*: Das Company Law-Package – Vorschläge der Europäischen Kommission zur Harmonisierung des materiellen Schutzes der Minderheitsgesellschafter bei grenzüberschreitenden Verschmelzungen, AG 2018, 780–788.
- Noack, Ulrich*: Organisationspflichten und -strukturen kraft Digitalisierung, ZHR 183 (2019), 105–153.
- Ott, Nicolas*: Der übernahmerechtliche Squeeze-out gemäß §§ 39a f. WpÜG, WM 2008, 384–391.
- Paefgen, Walter*: „Holzmüller“ und der Rechtsschutz des Aktionärs gegen das Verwaltungshandeln im Rechtsvergleich, ZHR 172 (2008), 42–80.
- Paschos, Nikolaos/Fleischer, Holger* (Hrsg.): Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, München 2017 (zit.: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht).
- Paul, Carsten*: Gesetzgeberisches Regelungsanliegen und rechtsdogmatische Einordnung von § 35 WpÜG. Wider die These vom Konzerneingangsschutz, DK 2009, 80–87.
- Pentz, Andreas*: Übersicht zur höchstrichterlichen Rechtsprechung zum Aktienrecht 2004, BB 2005, 1397–1409.
- Philipp, Wolfgang*: Ist die Verschmelzung von Aktiengesellschaften nach dem neuen Umwandlungsrecht noch vertretbar?, AG 1998, 264–272.
- Picot, Gerhard/Land, Volker*: Der internationale Unternehmenskauf, DB 1998, 1601–1607.
- Priester, Hans-Joachim*: Die klassische Ausgliederung – ein Opfer des Umwandlungsgesetzes 1994?, ZHR 163 (1999), 187–202.
- Prinz, Ulrich/Witt, Sven-Christian* (Hrsg.): Steuerliche Organschaft, Köln 2015 (zit.: Prinz/Witt, Steuerliche Organschaft).
- Raiser, Thomas*: Das Recht der Gesellschafterklagen, ZHR 153 (1989), 1–34.
- Raiser, Thomas/Veil, Rüdiger*: Recht der Kapitalgesellschaften. Ein Handbuch für Praxis und Wissenschaft: Aktiengesellschaft, Societas Europaea, Kommanditgesellschaft auf Aktien, Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Kapitalgesellschaft & Co., Insolvenzrecht, Konzernrecht, Umwandlungsrecht, Übernahmerecht, Kapitalmarktrecht, 6. Aufl., München 2015.
- Rebbinder, Eckard*: Zum konzernrechtlichen Schutz der Aktionäre einer Obergesellschaft, ZGR 1983, 92–108.
- Reichert, Jochem*: Mitwirkungsrechte und Rechtsschutz der Aktionäre nach Macrotron und Gelatine, AG 2005, 150–160.



- Reichert, Jochem*: Business Combination Agreements, ZGR 2015, 1–32.
- Renner, Moritz*: Hauptversammlungszuständigkeit und Organadäquanz, AG 2015, 513–523.
- Riegen, Arend von*: Rechtsverbindliche Zusagen zur Annahme von Übernahmeangeboten (sog. „irrevocable undertakings“), ZHR 167 (2003), 702–731.
- Rock, Edward/Kahan, Marcel*: Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders be Shareholders, NYU School of Law, Law & Economics Research Paper Series, Working Paper No. 18-39, 2019, abrufbar unter [ssrn.com/abstract\\_id=3295098](https://ssrn.com/abstract_id=3295098).
- Rock, Edward B.*: The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism, 79 Geo. L.J. 445–506 (1990).
- Röhrich, Volker*: Die aktuelle höchstrichterliche Rechtsprechung zum Gesellschaftsrecht, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2004, Köln 2005, S. 1–28.
- Rosengarten, Joachim*: The Holzmüller Doctrine: Still Crazy after All These Years? – The Impact of a Doctrine in the Days of Mergers of Equals, in: Baums, Theodor/Hopt, Klaus J./Horn, Norbert (Hrsg.), Corporations, capital markets and business in the law. Liber amicorum Richard M. Buxbaum, London 2000, S. 445–460 (zit.: Liber Amicorum Buxbaum).
- Roth, Günther H.*: Das Treuhandmodell des Investmentrechts. Eine Alternative zur Aktiengesellschaft?, Frankfurt am Main 1972.
- Säcker, Franz Jürgen/Rixecker, Roland/Oetker, Hartmut/Limberg, Bettina* (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Bd. 6, Schuldrecht – Besonderer Teil IV, §§ 705-853, Partnerschaftsgesellschaftsgesetz, Produkthaftungsgesetz, 7. Aufl., München 2017 (zit.: MünchKommBGB).
- Dies.* (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Bd. 12: Internationales Privatrecht II, Internationales Wirtschaftsrecht, Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuche (Art. 50-253), 7. Aufl., München 2018 (zit.: MünchKommBGB).
- Schall, Alexander*: Business Combination Agreements und Investorenvereinbarungen, in: Kämmerer, Jörn Axel/Veil, Rüdiger (Hrsg.), Übernahme- und Kapitalmarktrecht in der Reformdiskussion, Tübingen 2013, S. 75–104.
- Schanbacher, Dietmar*: Actio pro socio – Zur Dogmatik der Gesellschafterklage, AG 1999, 21–28.
- Scheffler, Eberhard*: Der qualifizierte faktische Konzern. Versuch einer betriebswirtschaftlichen Definition, AG 1990, 173–178.
- Ders.*: Konzernmanagement. Betriebswirtschaftliche und rechtliche Grundlagen der Konzernführungspraxis, München 1992.
- Schiessl, Maximilian*: Mergers & Acquisitions und der M&A-Anwalt im Wandel der Zeiten, in: Cascante, Christian/Spahlinger, Andreas/Wilske, Stephan (Hrsg.), Global Wisdom on Business Transactions, International Law and Dispute Resolution, München 2015, S. 313–324 (zit.: FS Wegen).

- Schlegelberger, Franz/Quassowski, Leo*: Aktiengesetz. Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien vom 30. Januar 1937, 3. Aufl., Berlin 1939 (zit.: *Schlegelberger/Quassowski, AktG 1937*).
- Schmidt, Jessica*: EU Company Law Package 2018. Mehr Digitalisierung und Mobilität von Gesellschaften (Teil 1), DK 2018, 229–244.
- Schmidt, Karsten*: Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., Köln 2002.
- Schmidt, Karsten/Lutter, Marcus* (Hrsg.): Aktiengesetz, Kommentar, Bd. 1: §§ 1 - 149, 3. Aufl., Köln 2015 (zit.: K. Schmidt/Lutter, AktG).
- Dies.* (Hrsg.): Aktiengesetz, Kommentar, Bd. 2: §§ 150 - 410, SpruchG, 3. Aufl., Köln 2015 (zit.: K. Schmidt/Lutter, AktG).
- Schmidt-Rimpler, Walter*: Grundfragen einer Erneuerung des Vertragsrechts, AcP 147 (1941), 130–197.
- Schmitt, Joachim/Hörtnagl, Robert* (Hrsg.): Umwandlungsgesetz | Umwandlungssteuergesetz, 8. Aufl., München 2018 (zit.: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG).
- Schmolke, Klaus Ulrich*: Hauptversammlungszuständigkeit für Business Combination Agreements, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2018, Köln 2019, S. 137–164.
- Schneider, Uwe H.*: Zur Wahrnehmung von Mitgliedschaftsrechten an Tochtergesellschaften einer Personengesellschaft. Ein Beitrag zum Konzernrecht der Personengesellschaften, in: Lutter, Marcus (Hrsg.), Recht und Wirtschaft in Geschichte und Gegenwart. Festschrift für Johannes Bärmann zum 70. Geburtstag, München 1975, S. 873–892 (zit.: FS Bärmann).
- Ders.*: Interessenkonflikte im Aufsichtsrat, in: Habersack, Mathias/Hommelhoff, Peter (Hrsg.), Festschrift für Wulf Goette zum 65. Geburtstag, München 2011, S. 475–486 (zit.: FS Goette).
- Schockenhoff, Martin*: Informationsrechte der HV bei Veräußerung eines Tochterunternehmens. Zugleich Besprechung der Altana/Milupa-Entscheidung des BGH, NZG 2001, 921–926.
- Scholz, Franz* (Begr.): GmbHG. Kommentar zum GmbH-Gesetz in 3 Bänden, Band II: §§ 35 - 52, 11. Aufl., Köln 2014 (zit.: Scholz, GmbHG).
- Ders.* (Begr.): Kommentar zum GmbH-Gesetz. Band I: §§ 1-34, 12. Aufl., Köln 2018 (zit.: Scholz, GmbHG).
- Schoppe, Bastian*: Aktieneigentum, Köln 2011.
- Schüppen, Matthias*: WpÜG-Reform: Alles Europa, oder was? Der Referentenentwurf eines Übernahmeregulierungsgesetzes lässt viele Fragen und Wünsche offen, BB 2006, 165–171.
- Schwarz, Alan*: The Fairness of Tender Offer Prices in Utilitarian Theory, 17 J. Legal Stud. 165–196 (1988).
- Seelinger, Jan*: Gesellschaftskollisionsrecht und transatlantischer Binnenmarkt, Baden-Baden 2010.

- Seibt, Christoph H.*: Vorstand hat weites Ermessen bei Fusionen. Bundesverfassungsgericht stärkt Transaktionssicherheit – Entscheidung zum Zusammenschluss von Daimler und Chrysler, *Börsenzeitung* v. 27.10.2012, S. 13 (zit.: *Börsen-Zeitung* v. 27.12.2012).
- Ders.*: Sanierungsgesellschaftsrecht: Mitgliedschaftliche Treuepflicht und Grenzen der Stimmrechtsausübung in der Aktiengesellschaft, *ZIP* 2014, 1909–1916.
- Seibt, Christoph H./Heiser, Kristian J.*: Analyse des Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetzes (Regierungsentwurf), *AG* 2006, 301–320.
- Seibt, Christoph H./Wollenschläger, Bernward*: Haftungsrisiken für Manager wegen fehlgeschlagener Post Merger Integration, *DB* 2009, 1579–1583.
- Seidel, Joana Christin/Kromer, Eberhard*: Fusion von Linde und Praxair auch ohne Hauptversammlungsbeschluss zulässig. Kommentar zu *LG München I* v. 20.12.2018 – 5 HK O 15236/17, *AG* 2019, 225, *AG* 2019, 206–209.
- Semler, Johannes*: Einschränkung der Verwaltungsbefugnisse in einer Aktiengesellschaft, *BB* 1983, 1566–1573.
- Semler, Johannes/Schenck, Kersten von* (Hrsg.): *Arbeitshandbuch für Aufsichtsratsmitglieder*, München 2013 (zit.: *Semler/v. Schenk, Arbeitshandbuch für Aufsichtsratsmitglieder*).
- Semler, Johannes/Stengel, Arndt* (Hrsg.): *Umwandlungsgesetz*, 4. Aufl., München 2017 (zit.: *Semler/Stengel, UmwG*).
- Semler, Johannes/Volhard, Rüdiger* (Hrsg.): *Arbeitshandbuch Unternehmensübernahmen*. Bd. 1 Unternehmensübernahme. Vorbereitung – Durchführung – Folgen. Ausgewählte Drittländer, München 2001 (zit.: *Semler/Volhard, Arbeitshandbuch Unternehmensübernahmen*).
- Servatius, Wolfgang*: *Strukturmaßnahmen als Unternehmensleitung*, Köln 2004.
- Seydel, Eberhard*: *Konzernbildungskontrolle bei der Aktiengesellschaft*, Baden-Baden 1995.
- Soergel, Hans Theodor* (Begr.): *Bürgerliches Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen*. Band 11/1, 13. Aufl., Stuttgart 2012 (zit.: *Soergel, BGB*).
- Spindler, Gerald/Stilz, Eberhard* (Hrsg.): *Kommentar zum Aktiengesetz*, Bd. 1: §§ 1–149, 4. Aufl., München 2019 (zit.: *Spindler/Stilz, AktG*).
- Dies.* (Hrsg.): *Kommentar zum Aktiengesetz*, Bd. 2: §§ 150–410, *IntGesR, SpruchG, SE-VO*, 4. Aufl., München 2019 (zit.: *Spindler/Stilz, AktG*).
- Staake, Marco*: *Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen in börsennotierten und nicht börsennotierten Aktiengesellschaften*, Köln 2009.
- Staub, Hermann*: Gutachten über die Frage: Inwieweit erstrecken sich Recht und Pflicht des Aufsichtsrats und Vorstandes einer Aktiengesellschaft zur Einberufung einer Generalversammlung?, in: *Schriftführer-Amt der Ständigen Deputation des Deutschen Juristentages* (Hrsg.), *Verhandlungen des Siebenundzwanzigsten Deutschen Juristentages*, Berlin 1904, 80–96 (zit.: *Verhandlungen des 27. DJT*, Bd. 1).
- Staub, Hermann* (Begr.): *Handelsgesetzbuch. Großkommentar*, 5. Aufl., Berlin 2008 (zit.: *Staub, HGB*).

- Staudinger, Julius v.* (Begr.): J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen. 2. Buch, Recht der Schuldverhältnisse, 13. Aufl., Berlin 2003 (zit.: Staudinger, BGB).
- Steinmeyer, Roland* (Hrsg.): WpÜG. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. Kommentar, 4. Aufl., Berlin 2019 (zit.: Steinmeyer, WpÜG).
- Stephan, Klaus-Dieter/Strenger, Christian*: Die Zuständigkeit der Hauptversammlung bei Strukturveränderungen – ein anlassbedingter Vorschlag, AG 2017, 346–351.
- Stilz, Eberhard*: Die Anwendung der Business Judgment Rule auf die Feststellung des Unternehmenswerts bei Verschmelzungen, in: Geiss, Karlmann/Gerstenmayer, Klaus-A./Winkler, Rolf M./Mailänder, Peter (Hrsg.), Festschrift für Karl Peter Mailänder zum 70. Geburtstag am 23. Oktober 2006, Berlin 2006, S. 423–439 (zit.: FS Mailänder).
- Stöcker, Mathias*: Rechtsfragen grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse. Unter besonderer Berücksichtigung des Falles Daimler/Chrysler, Frankfurt am Main 2003.
- Strohn, Lutz*: Zur Zuständigkeit der Hauptversammlung bei Zusammenschlussvorhaben unter Gleichen, ZHR 182 (2018), 114–156.
- Strunk, Klaus-Jürgen/Linke, Ulf*: Erfahrungen mit dem Übernahmerecht aus Sicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, in: Veil, Rüdiger/Drinkuth, Henrik (Hrsg.), Reformbedarf im Übernahmerecht. Tagungsband zum Symposium in den Räumen der Bucerius Law School am 4. Juni 2004, Köln 2005, S. 3–42.
- Sünner, Eckart*: Aktionärsschutz und Aktienrecht. Anmerkungen zur Seehafenbetriebe-Entscheidung des BGH, AG 1983, 169–173.
- Theisen, Manuel René*: Der Konzern. Betriebswirtschaftliche und rechtliche Grundlagen der Konzernunternehmung, 2. Aufl., Stuttgart 2000.
- Thoma, Georg F.*: Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz im Überblick, NZG 2002, 105–112.
- Thommen, Jean-Paul et al.*: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre. Umfassende Einführung aus managementorientierter Sicht, 8. Aufl., Wiesbaden 2017.
- Tieves, Johannes*: Der Unternehmensgegenstand der Kapitalgesellschaft, Köln 1998.
- Timm, Wolfram*: Die Aktiengesellschaft als Konzernspitze. Die Zuständigkeitsordnung bei der Konzernbildung und Konzernumbildung, Köln, Berlin, Bonn, München 1980.
- Ders.*: Hauptversammlungskompetenzen und Aktionärsrechte in der Konzernspitze – zugleich Überlegungen zum Urteil des LG Hamburg vom 1.10.1979, AG 1980, 172–187.
- Tröger, Tobias*: Informationsrechte der Aktionäre bei Beteiligungsveräußerungen. Besprechung des Urteils BGH vom 15.1.2001 – II ZR 124/99, ZHR 165 (2001), 593–605.
- Ders.*: Vorbereitung von Zustimmungsbeschlüssen bei Strukturmaßnahmen, ZIP 2001, 2029–2042.

- Ulmer, Peter/Habersack, Mathias/Löbbe, Marc* (Hrsg.): Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHG) ; Großkommentar, Bd. 1: §§ 1–28, 2. Aufl., Tübingen 2013 (zit.: GroßKommGmbHG).
- Veil, Rüdiger*: Aktuelle Probleme im Ausgliederungsrecht, ZIP 1998, 361–369.
- Ders.*: Anmerkung zu OLG Hamm, Beschl. v. 04.03.1999 - 8 W 11/99. Eintragung einer Verschmelzung trotz Anfechtungsklage gegen den Verschmelzungsabschluss („Thyssen Krupp“), EWiR 1999, 521–522.
- Ders.*: Europäisches Insiderrecht 2.0 – Konzeption und Grundsatzfragen der Reform durch MAR und CRIM-MAD, ZBB 2014, 85–96.
- Ders.* (Hrsg.): European Capital Markets Law, 2. Aufl., Oxford/Portland, Oregon 2017 (zit.: Veil, European Capital Markets Law).
- Vetter, Jochen*: Ausweitung des Spruchverfahrens. Überlegungen de lege lata und de lege ferenda, ZHR 168 (2004), 8–54.
- Volhard, Rüdiger*: Eigenverantwortlichkeit und Folgepflicht. Muß der Vorstand anfechtbare oder angefochtene Hauptversammlungsbeschlüsse ausführen oder verteidigen?, ZGR 1996, 55–81.
- Wackerbarth, Ulrich*: Investorvertrauen und Corporate Governance, ZGR 2005, 686–725.
- Wagner, Rolf/Timm, Birte*: Der Referentenentwurf eines Gesetzes zum Internationalen Privatrecht der Gesellschaften, Vereine und juristischen Personen, IPrax 2008, 81–90.
- Wahlers, Henning W.*: Konzernbildungskontrolle durch die Hauptversammlung der Obergesellschaft, Köln 1995.
- Weißhaupt, Frank*: Der „eigentliche“ Holzmüller-Beschluß, NZG 1999, 804–811.
- Ders.*: Holzmüller-Informationspflichten nach den Erläuterungen des BGH in Sachen „Gelatine“, AG 2004, 585–592.
- Werner, Winfried*: Zuständigkeitsverlagerungen in der Aktiengesellschaft durch Richterrecht? Besprechung der Entscheidung BGHZ 83 S. 122 ff., ZHR 147 (1983), 429–453.
- Westermann, Harm Peter*: Organzuständigkeit bei Bildung, Erweiterung und Umorganisation des Konzerns, ZGR 1984, 352–382.
- Westhoff, André Oliver*: Die Fairness Opinion, Düsseldorf 2006.
- Whitehead, Charles K.*: Equivalence: form and substance in business acquisitions, in: Hill, Claire A./Solomon, Steven Davidoff (Hrsg.), Research Handbook on Mergers and Acquisitions, Cheltenham, UK/Northampton, USA 2016, S. 99–122.
- Widmann, Siegfried/Mayer, Dieter* (Hrsg.): Umwandlungsrecht | Kommentar. §§ 1-59, Loseblattsammlung, Stand: 178. Ergänzungslieferung, Juli 2019, Bonn (zit.: Widmann/Mayer, UmwG).

- Dies.* (Hrsg.): Umwandlungsrecht | Kommentar, Bd. 3: §§ 51–173, Loseblattsammlung, Stand: 178. Ergänzungslieferung, Juli 2019, Bonn (zit.: Widmann/Mayer, UmwG).
- Wiedemann, Herbert*: Das Abfindungsrecht – ein gesellschaftsrechtlicher Interessenausgleich, ZGR 1978, 477–497.
- Ders.*: Die Unternehmensgruppe im Privatrecht. Methodische und sachliche Probleme des deutschen Konzernrechts, Tübingen 1988.
- Wiedemann, Herbert/Martens, Klaus-Peter*: Die Unternehmensqualifikation von Gebietskörperschaften im Recht der verbundenen Unternehmen (Teil II und Schluß), AG 1976, 232–239.
- Wiegand, Christoph*: Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements bei Aktiengesellschaften, Tübingen 2016.
- Wilm, Daniel*: Abfindung zum Börsenkurs – Konsequenzen der Entscheidung des BVerfG, NZG 2000, 234–240.
- Wilsing, Hans-Ulrich*: Die Zuständigkeit der Hauptversammlung für Unternehmenszusammenschlüsse am Beispiel Linde/Praxair – Gedanken de lege lata und de lege ferenda, in: Spindler, Gerald/Wilsing, Hans-Ulrich/Butzke, Volker (Hrsg.), Unternehmen, Kapitalmarkt, Finanzierung, Festschrift für Reinhard Marsch-Barner zum 75. Geburtstag, München 2018, S. 595–605 (zit.: FS Marsch-Barner).
- Witt, Carl-Heinz*: Regelmäßige „Wasserstandsmeldungen“ – unverzichtbarer Bestandteil eines künftigen Übernahmegesetzes, NZG 2000, 809–819.
- Zientek, Niklas*: Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen bei Unternehmensakquisitionen einer Aktiengesellschaft. Eine Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung einer etwaigen ungeschriebenen Zuständigkeit der Hauptversammlung beim Beteiligungserwerb, Baden-Baden 2016.
- Zimmermann, Klaus/Pentz, Andreas*: „Holzmüller“ – Ansatzpunkt, Klagefristen, Klagantrag, in: Hommelhoff, Peter/Zätzsch, Roger/Erle, Bernd (Hrsg.), Gesellschaftsrecht, Rechnungslegung, Steuerrecht. Festschrift für Welf Müller zum 65. Geburtstag, München 2001, S. 151–181 (zit.: FS Müller).
- Zöller, Richard* (Begr.): Zivilprozessordnung, 32. Aufl., Köln 2018 (zit.: Zöller, ZPO).
- Zöllner, Wolfgang*: Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, München und Berlin 1963.
- Zöllner, Wolfgang/Noack, Ulrich* (Hrsg.): Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 3, 2. Teillieferung, 3. Aufl., Köln 2011 (zit.: KölnKommAktG).
- Dies.* (Hrsg.): Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 4 Teil 5: §§ 179–182 AktG, 3. Aufl., Köln 2019 (zit.: KölnKommAktG).
- Zwirner, Christian/Boecker, Corinna*: Risikomanagement in der Phase der Post-Merger-Integration, BB 2013, 2735–2738.