

Anteilstausch als Mittel oder Folge von Unternehmensübernahmen: Gestaltungsmodelle im Überblick

von

Prof. Dr. jur *Günter Reiner*, RiOLG, und Rechtsanwältin *Tanja Geuter*,
Helmut-Schmidt-Universität - Universität der Bundeswehr Hamburg

Erstveröffentlichung in:
Juristische Arbeitsblätter (JA) 2006, Heft 7, S. 543-549

Einführung

Der internationale Wettbewerbsdruck zwingt deutsche Aktiengesellschaften dazu, ihre strategische Ausrichtung ständig zu überdenken und dabei auch die Übernahme von oder durch Unternehmen in Betracht zu ziehen. Bei Akquisitionen lassen sich wertvolle Synergien aus steigenden Grenzerträgen (neudeutsch: „Skalenerträgen“¹), der Erschließung neuer Märkte oder Kundengruppen, der Übertragung von Know-how und der Stärkung der Marktposition erzielen, um nur einige Vorteile zu nennen.²

Die Übernahme eines Unternehmens kann entweder durch Erwerb der unternehmerischen *Substanz* als Inbegriff von Rechts- und Sachgesamtheiten oder durch Erwerb des *Unternehmensträgers*, bei Gesellschaften also der Anteile, stattfinden. Erwerben lässt sich die *Substanz* eines anderen Unternehmens sowohl durch Einzelübertragung seiner Bestandteile als auch im Wege der Gesamtrechtsnachfolge (Verschmelzung). Die sog. „unechte Verschmelzung“ (oder „unechte Fusion“) ist eine Sammelbezeichnung für Übernahmep Vorgänge ohne Gesamtrechtsnachfolge, deren Verwendung im Einzelnen uneinheitlich ist³ und die daher im Folgenden vermieden wird.

Wichtigstes Kriterium einer Unternehmensübernahme ist ihre Finanzierbarkeit. Als Gegenleistung für das erworbene „Unternehmen“ kann man deshalb anstelle von Geld (klassischer Unternehmenskauf in Form des „Asset Deal“ oder „Share Deal“⁴) die Gewährung sonstiger Leistungen, insbesondere von Gesellschaftsanteilen in Erwägung ziehen. Von „Anteilstausch“ soll vorliegend im weiten Sinn eines „Austausches“ von Beteiligungen aus Sicht der bisherigen Anteilsinhaber von mindestens einer der beteiligten Gesellschaften immer dann gespro-

¹ Abgeleitet aus dem englischen Begriff „increasing returns to scale“ (D. Schneider, BWL, Bd. 3, 1997, S 337)

² *Häusler* in: v. Rosen/Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Schriften zum Kapitalmarkt, Band 2, 1999, 470; *Schmitz* in: v. Rosen/Seifert, 313

³ Siehe z.B. BFH 16.12.1958 - I D 1/57 S, BStBl 1959 III, 30 („Tauschgutachten“). Dort bezeichnet der Begriff der „unechten Verschmelzung“ die Übernahme der Gesamtheit der Anteile an einer Gesellschaft durch eine andere Gesellschaft, wobei die Altgesellschafter als Gegenleistung eigene Anteile der übernehmenden oder Anteile an einer dritten Gesellschaft erhalten. Für ein abweichendes Begriffsverständnis *Henze AG* 1993, 341, 348: Übertragung des Vermögens einer Aktiengesellschaft im Ganzen gegen Gewährung von Aktien der übernehmenden Aktiengesellschaft unter Abwicklung der übertragenden Aktiengesellschaft nach § 305 AktG a.F.

⁴ Der Share Deal ist als solcher bloßer Rechtskauf (§ 453 I Fall 1 BGB). Als „Unternehmenskauf“ betrachtet man ihn dann, wenn neben den Anteilen in einem gewissen Maße auch das von der Gesellschaft betriebene Unternehmen Bezugsgegenstand der kaufvertraglichen Pflichtbindung ist (*Reiner* in: Semler/Volhard, Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen, Bd. 2, 2003, § 56, Rn 18). Nach der Rechtsprechung ist von einem Unternehmenskauf auszugehen, wenn sämtliche oder nahezu sämtliche Anteile veräußert werden; *Reiner*, a.a.O., Rn 46 ff., m.w.N.). Das hat zur Folge, dass Mängel des Unternehmens als Sachmängel (§§ 434, 437 ff. BGB) auf den Anteilskauf durchschlagen.

chen werden, wenn 1.) Anteile an der zu übernehmenden Gesellschaft (Zielgesellschaft) auf die Erwerbengesellschaft übergehen oder wenn diese Anteile untergehen und 2.) die bisherigen Anteilseigner zum Ausgleich hierfür Anteile der übernehmenden oder einer dritten Gesellschaft erhalten.⁵ Der Anteilstausch ist dann entweder Mittel oder Folge der Unternehmensübernahme.

Eigene Anteile der übernehmenden Gesellschaft als Akquisitionswährung bieten sich insbesondere an, wenn die Finanzierungskraft der Erwerbengesellschaft überschritten wird. Für einen Anteilstausch können aber auch gesellschaftsrechtliche oder unternehmenspolitische Gründe sprechen. So lässt sich mit einem Umtauschangebot bei den Anteilsinhabern u.U. eine höhere Bereitschaft zur Anteilsübertragung erreichen als mit einem Barkaufangebot.⁶

Von der *Übernahme* eines Unternehmens spricht man in Zusammenhang mit einem Beteiligungserwerb, wenn die übernehmende Gesellschaft durch Anzahl oder Ausstattung der erworbenen Anteile die Kontrolle der Hauptversammlung und damit mittelbar der Gesellschaft erlangt.⁷ Ab welcher Beteiligungs- oder Stimmrechtsquote beim Anteilserwerb vom Erwerb der *Kontrolle* gesprochen werden kann, hängt wesentlich von den Gegebenheiten des Einzelfalles ab, insbesondere von der Aktionärsstruktur. Befinden sich beispielsweise sehr viele Anteile in Streubesitz, kann bereits eine weit geringere Beteiligungsquote die Kontrolle sicherstellen (vgl. die Kontrolldefinition des § 29 II WpÜG: 30 %). Der Begriff „Unternehmensübernahme“ ist vorliegend deshalb offen ohne Festlegung auf eine bestimmte Quote zu verstehen.

Die nachfolgende Darstellung verschafft einen komprimierten Überblick über die Gestaltungsmöglichkeiten einer Unternehmensübernahme mittels Anteilstausch. Der Einfachheit halber beschränken sich die Überlegungen auf Aktiengesellschaften als beteiligte Unternehmen. Auf den steuer- und kapitalmarktrechtlichen Rahmen kann im Umfang dieses Beitrages nicht eingegangen werden.

Für den Unternehmenserwerb mit Anteilstausch kommen mehrere Modelle in Betracht, die sich in ihren Gestaltungen und Konsequenzen voneinander unterscheiden. Drei davon (A. - C.) werden nachstehend näher beleuchtet. Die ersten beiden sind dabei grundsätzlich weltweit, und das dritte zumindest - mit Einschränkungen - innerhalb der EU grenzüberschreitend zulässig. Auf die zahlreichen Möglichkeiten, die Modelle miteinander zu kombinieren, wird aus Gründen der Übersichtlichkeit nur am Rande eingegangen.

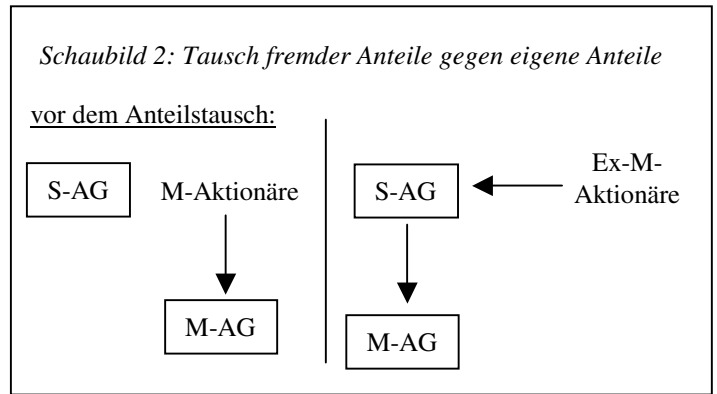
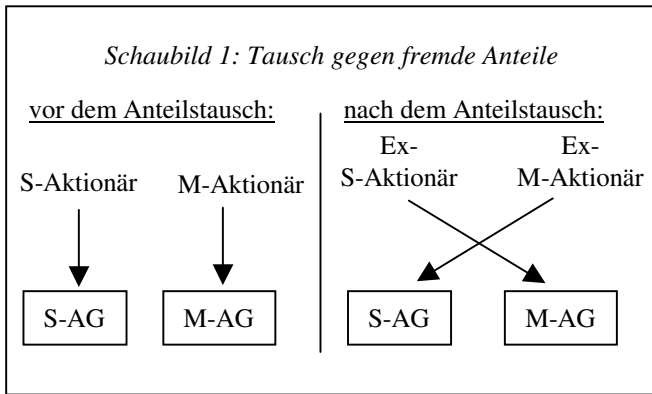
A. Erwerb von Anteilen der Zielgesellschaft im Tausch gegen vorhandene Anteile

Die einfachste Form, ein Unternehmen durch Anteilstausch zu erwerben, ist der zivilrechtliche Tausch (§ 480 BGB) der Anteile an der Zielgesellschaft gegen Anteile, die sich bereits im Vermögen der übernehmenden Gesellschaft befinden. Als Tauschwährung der übernehmenden Gesellschaft kommen dabei sowohl Anteile an einer dritten Gesellschaft (Schaubild 1) als auch eigene Anteile (Schaubild 2) in Betracht. Letzteres führt zu einer mittelbaren Beteiligung der Altaktionäre an ihrer bisherigen Gesellschaft.

⁵ Die Terminologie ist uneinheitlich. Andere sprechen in einem engeren Sinne nur dann von Anteilstausch, wenn eigene Anteile der übernehmenden Gesellschaft als Gegenleistung erbracht werden. Sofern die Alteigentümer der Zielgesellschaft durch den Tausch eine Beteiligung an der übernehmenden Gesellschaft erhalten, werden sie von unmittelbaren zu mittelbaren Gesellschaftern der Zielgesellschaft. Aus ihrer Sicht wird die übernehmende Gesellschaft also in ihre Beteiligung an der Zielgesellschaft „zwischengeschaltet“.

⁶ *Endres/Eckstein* in: v. Rosen/Seifert (Fn 2) 308 f, *Schmitz* in: v. Rosen/Seifert (Fn 2) 319

⁷ Z.B. *Merkt*, Unternehmenskauf, 2. Aufl, Rn 13; *Hueck/Windbichler*, Gesellschaftsrecht, 20. Aufl, § 32 Rn 3



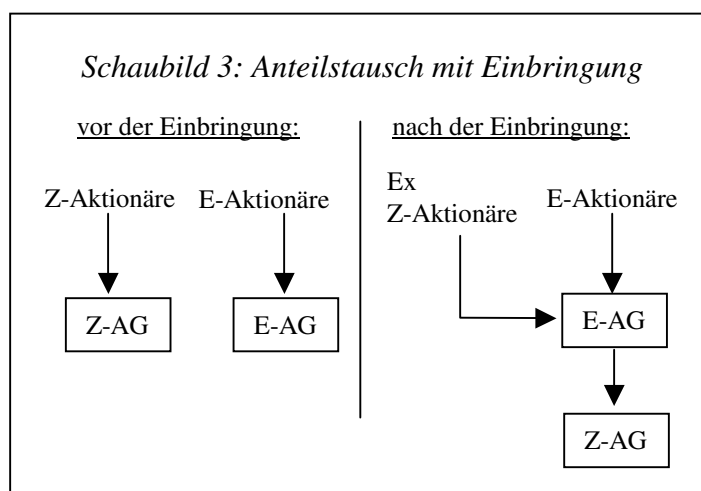
Daher dürfte die Tauschbereitschaft der Anteilsinhaber größer sein, wenn als Gegenleistung nicht fremde, sondern eigene Anteile der übernehmenden Gesellschaft angeboten werden.

B. Erwerb von Anteilen der Zielgesellschaft als Einlage gegen Ausgabe neuer Anteile (Kapitalerhöhung gegen Einlagen)

I. Einlage in bestehende Gesellschaft

1. „Normale“ Einlage

Das gesellschaftsrechtliche Gestaltungsinstrument der Erhöhung des Nennkapitals gibt der übernehmenden Gesellschaft die Möglichkeit, die Gegenleistung für die Anteile der Zielgesellschaft vollständig in Gestalt eigener Anteile zu erbringen, die ohne Übertragungsakt unmittelbar im Vermögen des tauschenden Altaktionärs der Zielgesellschaft (oder eines zwischengeschalteten Finanzinstituts) neu geschaffen werden. Die bisherigen Aktionäre der Zielgesellschaft müssen dazu die Kapitalerhöhung zeichnen (§ 185 AktG) und ihre Anteile als Sacheinlage einbringen⁸ (Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage, § 183 AktG). Sie stehen nach der Transaktion beteiligungsmäßig genauso da wie beim BGB-Tausch in der Variante nach Schaubild 2: sie halten Anteile der übernehmenden Gesellschaft anstelle von Anteilen der Zielgesellschaft, an der sie fortan nur noch mittelbar beteiligt sind.



⁸ Der Begriff der „Einbringung“ steht im Aktienrecht für die Leistung einer Sacheinlage in das Gesellschaftsvermögen (§§ 31, 183 I, 194 I, 196, 198 I, 399 I AktG).

2. Gemischte Sacheinlage

Denkbar ist für die übernehmende Gesellschaft auch, die Gegenleistung für die übertragenen Gesellschaftsanteile nur zu einem Teil in Form neuer Aktien und zum anderen Teil in Geld oder in sonstiger Weise (z.B. Begründen einer Darlehensforderung gegen die Gesellschaft) zu erbringen.⁹ Dann gelangt nur der eine Teil der erworbenen Zielaktien als (Sach-)Einlage in das Gesellschaftsvermögen; der andere Teil wird im Rahmen eines bürgerlichrechtlichen Umsatzgeschäfts (bei Gegenleistung in Geld: Kauf) erworben. Man spricht allgemein von „gemischter Sacheinlage“ in Fällen wie diesem, wenn ein einheitlicher Gegenstand in das Gesellschaftsvermögen überführt wird, der bisherige Inhaber den Gegenstand aber nur bis zu einem bestimmten Betrag als Einlage leistet. Der Begriff ist missverständlich, denn anders als bei der unglücklicherweise fast gleichlautenden sog. „gemischten Einlage“ (auch: „Mischeinlage“)¹⁰ ist nicht die Einlage gemischt, sondern die Gegenleistung der Gesellschaft.

Bei der „gemischten Sacheinlage“ stellt sich die Frage, ob die Transaktion nur bezüglich des als Einlage eingebrachten Teils des Gegenstands oder insgesamt den besonderen Gläubigerschutzvorschriften über die Sacheinlage unterliegt. Für unteilbare Gegenstände steht die einheitliche Behandlung nach den Sacheinlagevorschriften außer Zweifel. Bei teilbaren Gegenständen (wie Gesellschaftsanteilen) geht die überwiegende Auffassung ebenfalls von einem einheitlichen Rechtsgeschäft aus.¹¹ Die Gegenansicht kommt mit ihrer rechtlichen Aufspaltung der Transaktion in Einlage und Umsatzgeschäft zu unterschiedlichen formellen Anforderungen an die Kapitalerhöhung und zu unterschiedlichen Rechtsfolgen bei mangelhafter Leistung.¹²

3. Gemischte Sach- und Barkapitalerhöhung („Mischeinlage“)

Die Zuführung von Gesellschaftsanteilen im Zuge einer Sachkapitalerhöhung kann auch als „gemischte Einlage“ (andere Bezeichnung: „Mischeinlage“) erfolgen. Darunter versteht man in Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen den Fall, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft nicht nur Anteile der Zielgesellschaft in die Erwerbengesellschaft einbringen, sondern darüber hinaus auch noch eine Bareinlage leisten. Im Gegensatz zur „gemischten Sacheinlage“ ist hier also nicht die Gegenleistung der Gesellschaft gemischt, sondern die Einlage (Kombination von Sachkapital- und Barkapitalerhöhung). Zweck der gemischten Sach- und Barkapitalerhöhung ist es, Probleme mit der sachlichen Rechtfertigung des Bezugsrechtsauschlusses¹³ in Zusammenhang mit der Sachkapitalerhöhung zu vermeiden. Dies geschieht dadurch, dass zusätzlich speziell den übrigen Aktionären die Teilnahme an einer Barkapita-

⁹ Siehe z.B. RGZ 159, 321, 326 f.; OLG Stuttgart, 19.1.1981 – 8 W 295/81, GmbHR 1982, 109, das beschlossen hatte, dass die über die Stammeinlage hinausgehende Gegenleistung zumindest schätzungsweise im Gesellschaftsvertrag anzugeben ist. Die im vorliegenden Sachverhalt dem Sacheinleger laut notarieller Urkunde zustehende Gutschrift eines Gesellschafterdarlehens „soweit der Wert der Sacheinlage die Stammeinlage überschreitet“, genügt dieser Anforderung nicht.

¹⁰ Hierzu sogleich unter 3.; zur Begrifflichkeit siehe z.B. *Hüffer*, AktG, 6. Aufl., § 27 Rn 8

¹¹ Z.B. *Hüffer* (Fn 10) § 27 Rn 8; *Winter* in: Scholz, GmbHG, 9. Aufl., § 5 Rn 82; *Heinrich* in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd 3, GmbH, 2. Aufl., § 9 Rn 6; *Hueck/Fastrich* in: Baumbach/Hueck, GmbHG, 18. Aufl., § 5 Rn 20; *Wienecke* NZG 2004, 61, 69; a.A. *Kraft* in: Kölner Kommentar zum AktG, Bd. 1, 2. Aufl., § 27 Rn 51 (Stand 1986)

¹² Hierzu *Pentz* in: Münchener Kommentar AktG, Bd. 1, 2. Aufl., § 27 Rn 68

¹³ Nach § 186 I 1 AktG muss bei Kapitalerhöhungen jedem Aktionär eine seiner bisherigen Beteiligung am Grundkapital entsprechende Anzahl neuer Aktien angeboten werden (gesetzliches Bezugsrecht). Dadurch wird ihm die Möglichkeit gegeben, seine Beteiligungshöhe an der Gesellschaft zu erhalten. § 187 AktG schützt das Bezugsrecht der Aktionäre vor Beeinträchtigungen seitens der Gesellschaft. Bei Kapitalerhöhungen aus Anlass einer geplanten Unternehmensübernahme wird das Bezugsrecht der Altaktionäre regelmäßig ausgeschlossen (§ 186 III, IV AktG), weil den einlegenden Aktionären der Zielgesellschaft ansonsten keine Anteile zu Lasten der Bezugsberechtigten zugesichert werden können.

lerhöhung angeboten wird, mit der sie ihre ursprüngliche Beteiligungsquote aufrechterhalten bzw. wiedererlangen können.¹⁴ Die rechtliche Behandlung solcher Mischeinlagen ist in Bezug auf den Bezugsrechtsausschluss umstritten. Nach der einen Ansicht sind beide Einlageanteile für sich genommen nach den für sie geltenden Regelungen (§ 36a I für Bar-, § 36a II AktG für Sacheinlagen) zu behandeln.¹⁵ Demnach erfordert die gemischte Kapitalerhöhung einen doppelten, nämlich gekreuzten Bezugsrechtsausschluss. Bei der Sachkapitalerhöhung ist das Bezugsrecht der (übrigen) Altaktionäre, bei der Barkapitalerhöhung das Bezugsrecht des Sacheinlegers (oder der Sacheinleger) auszuschließen. Nach anderer Ansicht stellt die Mischeinlage ein eigenes und einheitliches aktienrechtliches Instrument dar, für das von vornherein kein Bezugsrechtsausschluss erforderlich sei, weil Bar- und Sacheinlegern Aktien gleicher Art zugeteilt würden (und daher gar niemand vom Aktienerwerb ausgeschlossen sei).¹⁶ Keines Bezugsrechtsausschlusses bedarf es jedenfalls, wenn die Anteilsinhaber der Zielgesellschaft gleichzeitig Aktionäre der Erwerbengesellschaft sind und ihr eigenes Bezugsrecht im Rahmen der Kapitalerhöhung schon ausreicht, um ihnen alle Aktien zu verschaffen, die ihnen als Ausgleich für die eingebrachten Anteile der Zielgesellschaft zustehen.¹⁷

II. Einlage in eine neue Gesellschaft

Will man vermeiden, dass sich die Zielgesellschaft der übernahmewilligen Gesellschaft unterordnen muss, können die Anteile beider Gesellschaften auch an eine neu gegründete Obergesellschaft (Holding) übertragen werden. Die bisherigen Anteilsinhaber werden dann im Austausch Aktionäre der Holding. Dadurch entsteht ein wirtschaftlicher Zusammenschluss, der als „Merger of Equals“ (Zusammenschluss unter Gleichen) bezeichnet wird. Dieses Modell wurde als Vorstufe bei dem im Jahre 1998 beschlossenen Zusammenschluss der Daimler Benz AG mit der Chrysler Inc. gewählt.¹⁸ Dabei wurden die Chrysler-Aktien vollständig als Sacheinlage in die spätere DaimlerChrysler AG eingebracht, und die Daimler-Benz-Aktionäre tauschten ihre Anteile (jedenfalls teilweise) im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots gegen DaimlerChrysler-Aktien ein.¹⁹

¹⁴ Rechnerisch setzt dies voraus, dass die Teilnehmer an der Sachkapitalerhöhung bereits bisher Aktionäre der Erwerbengesellschaft waren. Der notwendige Gesamtumfang der Barkapitalerhöhung entspricht dabei dem Umfang der Sachkapitalerhöhung, multipliziert mit dem Quotienten aus der bisherigen Beteiligungsquote des Sacheinlegers und der Beteiligungsquote der übrigen Aktionäre der Erwerbengesellschaft.

¹⁵ *Pentz* in: MünchKommAktG (Fn 12) § 36 Rn 98; *Hüffer* (Fn 10) § 27 Rn 8

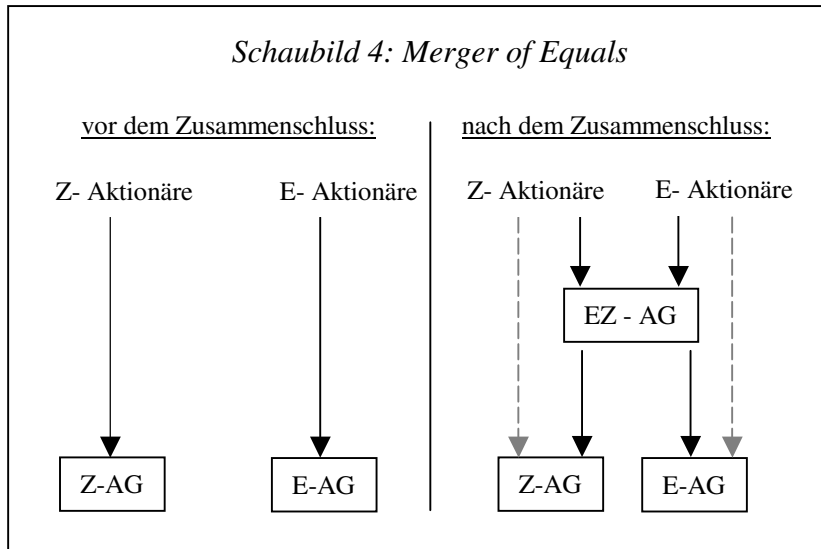
¹⁶ Z.B. *Lappe* BB 2000, 313, 316; differenzierend *Wienecke* NZG 2004, 61, 69, Fn 96: In Bezug auf die Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses für die Barkomponente werde man „eine ‚wirtschaftlich‘ einheitliche Betrachtung“ rechtfertigen können. Hier werde „allerdings vieles vom Einzelfall abhängen“.

¹⁷ *Kirchner/Sailer* NZG 2002, 305, 310

¹⁸ *Walter* JuS 2003, 206, 206; *Decher* in: FS Lutter (2000), 1209, 1209

¹⁹ *Reichert* in: Semler/Volhard (Fn 4) Bd. 1, § 17 Rn 9

Schaubild 4: Merger of Equals



Diese Art des Zusammenschlusses hat gegenüber einem unmittelbaren Anteilserwerb und einer Verschmelzung durch Aufnahme (dazu später unter C)I.) den Nachteil, dass die neue Gesellschaft nicht die Börsennotierung einer der beiden zusammengeschlossenen Gesellschaften weiternutzen kann.²⁰ Im Gegensatz zu einer echten Verschmelzung gibt es ferner keine Gesamtrechtsnachfolge. Die zusammengeschlossenen Gesellschaften erlöschen nicht. Dadurch könnte im Einzelfall die Erzielung von Synergien erschwert oder gar ausgeschlossen sein. Nach dem Zusammenschluss existieren dann nämlich drei Gesellschaften (davon mindestens zwei operative), woraus sich für die Synergienutzung höhere Verwaltungskosten ergeben, als dies in einer einzelnen Gesellschaft der Fall wäre.²¹ Dazu das Beispiel zweier Produktionsunternehmen, die zusammengeschlossen werden sollen: Durch die Zusammenlegung des Einkaufs und die damit verbundenen höheren Orderzahlen lassen sich die Einkaufskosten senken. Als separate Untergesellschaften der gemeinsamen Holding müssen sie nach wie vor eigene Handelsbücher führen. Entweder kann dann eine Gesellschaft den gemeinsamen Bedarf einkaufen und dann ohne Gewinn einen Teil an die andere Gesellschaft weiterverkaufen oder die Organisation des Einkaufs erfolgt übergeordnet und wird anschließend an die Gesellschaften aufgeteilt. In beiden Fällen ist der Verwaltungsaufwand deutlich größer, als wenn die Gesellschaften in nur eine operative Gesellschaft mit nur einer Buchführung und nur einer Einkaufsabteilung zusammengeführt werden.

III. Einlage in eine neu gegründete Holding-SE

Seit letztem Jahr bieten Art 2 II, 32 - 34 der SE-Verordnung 2001/2157/EG i.V.m. §§ 9 ff. SEAG²² auch die Möglichkeit des Zusammenschlusses durch Gründung einer Holding-SE, in die die Anteile der beiden zusammenzuschließenden Gesellschaften einzubringen sind. Dazu

²⁰ *Kirchner/Sailer* NZG 2002, 305, 310

²¹ *Decher* (Fn 18) 1215

²² Gesetz zur Ausführung der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8.10.2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SEAG) vom 22.12.2004, BGBl I 2004, 3675. Ferner zu beachten ist das Gesetz über die Beteiligung der Arbeitnehmer in einer Europäischen Gesellschaft vom 22.12.2004 (SEBG), BGBl I 2004, 3686, das die EG-Richtlinie 2001/86/EG „zur Ergänzung des Statuts der Europäischen Aktiengesellschaft hinsichtlich der Beteiligung der Arbeitnehmer“ vom 8.10.2001 umsetzt und ausfüllt. Die Vorschriften dienen dazu sicherzustellen, dass durch die Gründung einer Europäischen Gesellschaft (SE) bestehende Mitbestimmungsrechte in den beteiligten Gesellschaften nicht beeinträchtigt werden. Bemerkenswert für den besitzstandswahrenden Geist des SEBG ist § 1 III, wonach dieses Gesetz sowie die nach § 1 II zu treffende Vereinbarung über die Beteiligung der Arbeitnehmer in der SE so auszulegen sind, „dass die Ziele der Europäischen Gemeinschaft, die Beteiligung der Arbeitnehmer in der SE sicherzustellen, gefördert werden“. Nach § 43 S 1 SEBG („Missbrauchsverbot“) darf eine SE nicht dazu „missbraucht“ werden, den Arbeitnehmern Beteiligungsrechte zu entziehen oder vorzuenthalten.

müssen die (beiden) zusammenzuschließenden Gesellschaften dem Recht verschiedener Mitgliedstaaten unterliegen oder seit mindestens zwei Jahren eine dem Recht eines anderen Mitgliedstaats unterliegende Tochtergesellschaft oder eine Zweigniederlassung in einem anderen Mitgliedstaat haben. Auf die Einzelheiten des Gründungsverfahrens soll hier nicht weiter eingegangen werden.²³ Jedenfalls verfügen die Gesellschafter der die Gründung anstrebenden Gesellschaften über eine Frist von drei Monaten, um diesen Gesellschaften mitzuteilen, ob sie Gesellschaftsanteile bei der Gründung der SE einbringen werden (Art 33 I der SE-VO). Der (im Gründungsplan festzusetzende) Mindestprozentsatz der von jeder der beiden Gesellschaften einzubringenden Aktien beträgt 50 % (Art 32 II 4 SE-VO). Mit Eintragung der SE in das Handelsregister gehen die durch die eingebrachten Aktien verbrieften Mitgliedschaftsrechte auf die SE über und werden die Alt-Aktionäre Aktionäre der SE.²⁴

C. Erwerb des Gesamtvermögens der Zielgesellschaft mit Untergang der Beteiligung gegen Gewähr von Anteilen (Verschmelzung)

Eine weitere Möglichkeit der Unternehmensübernahme stellt die Verschmelzung nach § 2 UmwG dar.²⁵ Hier ist der Anteilstausch nicht Mittel, sondern Folge der Übernahmemaßnahme, weil die Anteile der übernommenen („übertragenden“) Gesellschaft mit der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister von Rechts wegen untergehen und durch Anteile der übernehmenden Gesellschaft ersetzt werden (vgl. § 20 I Nr. 2, 3 UmwG).

I. „Normale“ Verschmelzung

Bei der Übernahme durch Verschmelzung²⁶ geht das Vermögen der Zielgesellschaft als Ganzes einschließlich aller Verbindlichkeiten im Wege der Gesamtrechtsnachfolge auf einen anderen Rechtsträger über. Dieser Rechtsträger kann in Gestalt der Erwerbsgesellschaft bereits bestehen (Verschmelzung durch Aufnahme, § 2 Nr. 1 UmwG) oder aber im Zuge der Verschmelzung neu gegründet werden (Verschmelzung durch Neugründung, § 2 Nr. 2 UmwG). Die Anteile der übertragenden Gesellschaft erlöschen jeweils mit Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister (vgl. § 20 I Nr. 2 UmwG).²⁷ Als Ausgleich erhalten die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft mit Eintragung der Verschmelzung Aktien der übernehmenden bzw. neu gegründeten Gesellschaft (§ 5 I Nr. 2, 3; § 20 I Nr. 3 UmwG; Ausnahme: Verschmelzung auf eine 100%ige Muttergesellschaft, § 5 II UmwG). Für die bisherigen Aktionäre der übertragenden (erlöschenden) Gesellschaft stellt sich die Verschmelzung somit als Austausch ihrer alten Anteile gegen Anteile des übernehmenden Rechtsträgers dar.

²³ Hierzu z.B. *Brandes AG* 2005, 177, 179 f., 185 f.

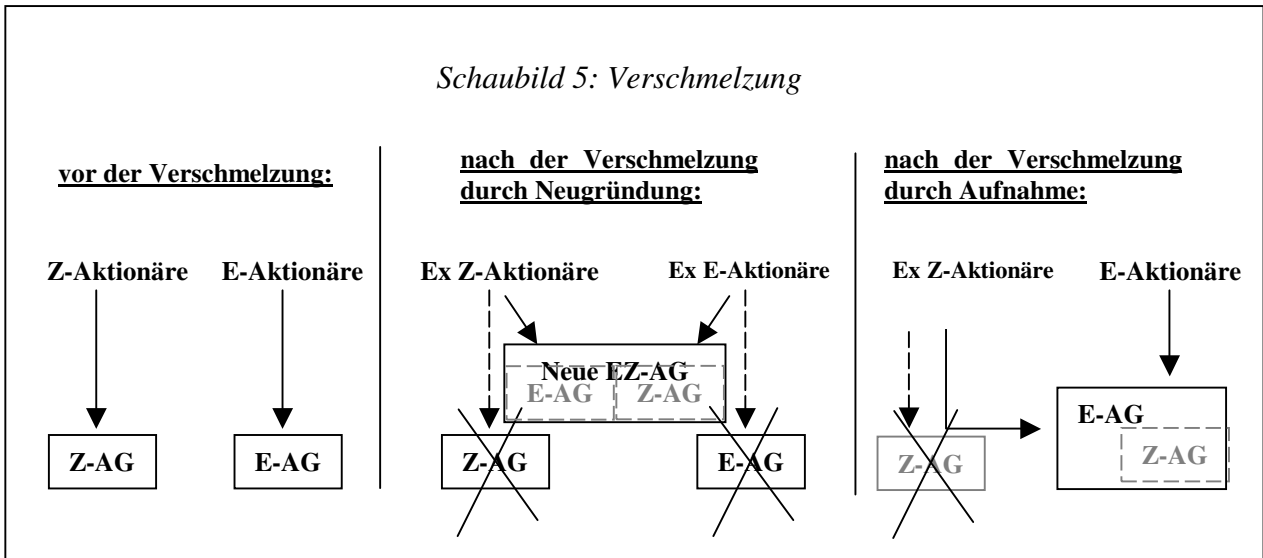
²⁴ So *Brandes AG* 2005, 177, 186, in Anlehnung an die Regelung für die Verschmelzung in Art 29 I lit.b, II lit. b SE-VO

²⁵ Zum Anteilstausch als Prinzip des Verschmelzungsrechts siehe *Lutter/Drygala* in: *Lutter, UmwG*, Bd. 1, 3. Aufl, § 2 Rn 22; vgl. auch den Titel des § 72 UmwG („Umtausch von Aktien“) zur Verschmelzung durch Aufnahme von Aktiengesellschaften

²⁶ Zu den Vorteilen und zum gesellschaftsrechtlichen Rahmen eines Anteilserwerbs mit nachfolgender Verschmelzung (sog. „merger buyout“) siehe *Fleischer AG* 1996, 494, 498

²⁷ *Grunewald* in: *Lutter* (Fn 25) § 20 Rn 56

Schaubild 5: Verschmelzung



Wie sich an Schaubild 5 erkennen lässt, erfolgen bei der Verschmelzung durch Neugründung zwei Vermögensübergänge, während bei der Verschmelzung durch Aufnahme nur ein Vermögensübergang stattfindet.²⁸ Die übertragenden Rechtsträger gehen zeitgleich mit der Vermögensübertragung unter. Mit ihrem Untergang erlöschen gleichzeitig die Aktien dieser Unternehmen und damit auch deren Börsenzulassung.²⁹ Für die Verschmelzung durch Neugründung bedeutet das wie beim Zusammenschluss durch Einlage in eine neue Gesellschaft (siehe vorstehend B.II.), dass die neue Gesellschaft selbständig die Voraussetzungen für eine Börsenzulassung (§ 30 III BörsG) erfüllen muss.

Werden voneinander bereits gesellschaftsrechtlich abhängige Gesellschaften (vgl. § 17 AktG) miteinander verschmolzen (hierzu § 68 I Nr. 1, 3 UmwG), spricht man von „Down-stream-merger“, wenn die Mutter- auf die Tochtergesellschaft verschmolzen wird, und im umgekehrten Fall von „Up-stream-merger“.

Verschmelzungen sind nicht auf zwei Rechtsträger beschränkt, sondern können mehrere Gesellschaften betreffen. Möglich ist nach § 2 UmwG die Form der „Gesamtverschmelzung“ (auch „Mehrfachverschmelzung“ genannt), also eine einheitliche und gleichzeitige Verschmelzung von mehr als zwei Rechtsträgern durch Aufnahme oder Neugründung. Ein fehlender oder für nichtig erklärter Verschmelzungsbeschluss bei nur einer der beteiligten übertragenden Gesellschaften betrifft dann aber auch die Verschmelzung aller übrigen Rechtsträger.³⁰ Um diese Wirkung zu vermeiden, wird in der Kautelarpraxis³¹ davon abweichend bisweilen auf die Verschmelzung von mehr als zwei Rechtsträgern auf eine Gesellschaft durch eine Reihe sich zeitlich überlappender (abgeschichteter) Einzelverschmelzungen im Wege der sog. „Kettenverschmelzung“ oder der „sternförmigen Einzelverschmelzung“ zurückgegriffen.³² Wegen der rechtlichen Selbständigkeit der Einzelakte lassen Mängel einer Verschmel-

²⁸ Die Anzahl der Vermögensübergänge könnte insbesondere für die Belastung der Transaktion mit Grunderwerbsteuer relevant sein (§ 2 GrEStG).

²⁹ Kirchner/Sailer NZG 2002, 305, 313; Heidelberg in: Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl., § 38 BörsG Rn 50

³⁰ Marsch-Barner in: Kallmeyer, UmwG, 3. Aufl., § 2 Rn 4

³¹ Baums in: FS Zöllner (1998), 65, 85, Fn 63 f. nennt als Beispiele die Verschmelzung von Asko AG, Kaufhof AG und Deutsche SB-Kauf AG auf die Metro AG sowie den im Urteil des LG Mannheim vom 3.3.1988 – 24 O 75/87, WM 1988, 775 dargestellten Fall der Verschmelzungen von HUK und SEN auf MGV.

³² Alternativ kann man im Vertrag über die Gesamtverschmelzung entsprechend dem Rechtsgedanken aus § 139 BGB im Wege einer „salvatorischen Klausel“ festlegen, dass die Teilunwirksamkeit keine Auswirkungen auf den

zung die übrigen Verschmelzungen unberührt, soweit die Einzelgeschäfte nicht aufgrund von Bedingungen (§ 158 BGB) wechselseitig voneinander abhängen. Die Voraussetzungen für die Zulässigkeit solcher Konstruktionen sind freilich im Einzelnen umstritten,³³ auch wenn die Registergerichte bislang wohl keine Einwände gegen die Eintragung hatten.³⁴ Bei der Kettenverschmelzung schließt der übernehmende Rechtsträger (B) bereits vor Wirksamwerden der ersten Verschmelzung (mit A) einen zweiten Verschmelzungsvertrag mit einem weiteren Rechtsträger (C) ab. A wird auf B und anschließend B auf C übertragen.³⁵ Die Anteilseigner von A, der Zielgesellschaft der ersten Verschmelzung, können bei dieser Konstellation nicht über den zweiten Verschmelzungsvertrag mitentscheiden, da sie zu dem Zeitpunkt noch keine Aktionäre der Zielgesellschaft der zweiten Verschmelzung (B) sind.³⁶ Es besteht daher die Gefahr, dass sie durch die Eintragung der zweiten Verschmelzung vor vollendete Tatsachen gestellt werden. Deshalb wird teilweise gefordert, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft vor ihrer Entscheidung über die erste Verschmelzung über die zweite Verschmelzung informiert werden müssen.³⁷ Unproblematisch ist es, wenn das Wirksamwerden der ersten Verschmelzung abgewartet wird, bevor über die zweite Verschmelzung entschieden wird. Dann besitzen die ehemaligen Aktionäre von A in ihrer neuen Rolle als Aktionäre von B ein Mitentscheidungsrecht.

Kommt bei einer Kettenverschmelzung eine (Glied-)Verschmelzung nicht zustande, wird die Kette unterbrochen und es entstehen zwei Kettenabschnitte, die nun ihrerseits wieder aufeinander verschmolzen werden müssen. Ein solche Unterbrechung lässt sich durch eine sog. sternförmige Einzelverschmelzung vermeiden, bei der mehrere Zielgesellschaften (A und B) nacheinander auf ein und denselben Rechtsträger (C) verschmolzen werden.³⁸ Bei dieser Gestaltung wird das Vermögen eines jeden aufgenommenen Rechtsträgers nur ein einziges Mal übertragen, während bei der Kettenverschmelzung die jeweilige Erwerbengesellschaft das Vermögen der jeweiligen Zielgesellschaft inklusive des von Letzterer bereits zuvor aufgenommenen Vermögens „weitschleppt“. Dadurch liegen die Transaktionskosten (z.B. Anwalts- und Notargebühren) insgesamt bei der Kettenverschmelzung höher.

Bestand der übrigen Teile des Vertrags entfalten soll (*Neye* in: Limmer, Handbuch der Unternehmensumwandlung, 2. Aufl, Rn 208; *Vossius* in: Widmann/Mayer, UmwG, § 20 Rn 14).

³³ Für die grundsätzliche Zulässigkeit - vorbehaltlich einer Umgehung des durch die §§ 5, 8 UmwG bezweckten Aktionärsschutzes - *Baums* (Fn 31) 86, speziell zur sternförmigen Einzelverschmelzung („kein Rechtsformzwang zur ausschließlichen Benutzung des Weges der Gesamtverschmelzung“). *Marsch-Barner* in: Kallmeyer (Fn 30) § 2 Rn 4, 6, hält mehrere Einzelverschmelzungen nur in Gestalt von Verschmelzungen durch Aufnahme für zulässig (ohne zwischen Kettenverschmelzungen und sternförmigen Einzelverschmelzungen zu unterscheiden). Zur Frage der Reihenfolge der Eintragungen ins Handelsregister siehe *Neye* in: Limmer (Fn 32) Rn 159 ff.

³⁴ Siehe z.B. OLG Düsseldorf 2.7.1998 - 10 W 58/98, DB 1998, 2004, wo eine GmbH erfolgreich in eine andere GmbH aufging (erste Stufe) und sodann diese Gesellschaft mit einer GmbH & Co. KG kettenverschmolzen wurde (zweite Stufe). In der Entscheidung ging es nicht um die Besonderheiten der Kettenverschmelzung, sondern um die Berechnung des Geschäftswerts als Grundlage der Notarkosten. Siehe ferner LG Mannheim, 3.3.1988 - 24 O 75/87, WM 1988, 775, zu einer sternförmigen Einzelverschmelzung, sowie kürzlich OLG Hamm zur Kettenverschmelzung, Beschl. 19.12.2005 - 15 W 377/05. Nach Ansicht des OLG stand bereits der Eintragung der Kapitalerhöhung bei der übernehmenden Gesellschaft der 2. Verschmelzung im Wege, dass die übertragende Gesellschaft (Fusionsgesellschaft der 1. Verschmelzung) im 2. Verschmelzungsvertrag nicht ausreichend bezeichnet war.

³⁵ *Sagasser/Ködderitzsch* in: *Sagasser/Bula/Brünger*, Umwandlungen, 3. Aufl, J Rn 167

³⁶ *Grunewald* in: *Lutter* (Fn 25) § 65 Rn 3

³⁷ So *Baums* (Fn 31) 86 und *Grunewald* in: *Lutter* (Fn 25) § 65 Rn 3, wobei beide offen lassen, ob es sich hierbei um ein Wirksamkeitserfordernis des Verschmelzungsbeschlusses handelt oder ob aus der Verletzung lediglich Schadensersatzansprüche resultieren.

³⁸ Hierzu *Baums* (Fn 31) 85

II. Grenzüberschreitende Verschmelzung

Das UmwG regelt laut § 1 I nur die Verschmelzung von Rechtsträgern „mit Sitz im Inland“. Nach § 1 II UmwG ist eine Umwandlung in „außer den in diesem Gesetz geregelten Fällen“ nur möglich, wenn sie in anderen Gesetzen „ausdrücklich vorgesehen“ ist. Die meisten Gerichte³⁹ und ein überwiegender Teil des Schrifttums⁴⁰ gingen daher bislang grundsätzlich von der Unzulässigkeit der grenzüberschreitenden Verschmelzung nach deutschem Recht⁴¹ aus. Eine Entscheidung des BGH steht noch aus. Beim Wegzug einer deutschen Gesellschaft im Wege einer Hinausverschmelzung besteht die Gefahr, dass das zuständige Registergericht den Verschmelzungsbeschluss nicht nur nicht anerkennt, sondern als Auflösungsbeschluss umdeutet.⁴²

Auf europarechtlicher Ebene ist aber inzwischen durch die SE-Verordnung, die Verschmelzungsrichtlinie und die Rechtsprechung des EuGH zur Niederlassungsfreiheit starke Bewegung in das Thema „grenzüberschreitende Verschmelzung“ gekommen.

Nach Art 2 I, 17 ff. der SE-Verordnung 2001/2157/EG i.V.m. §§ 5 ff. SEAG⁴³ können seit letztem Jahr AGs, die nach dem Recht eines Mitgliedstaats gegründet worden sind und ihren Sitz sowie ihre Hauptverwaltung in der Gemeinschaft haben, eine SE durch (grenzüberschreitende) Verschmelzung gründen.⁴⁴ Mit der Allianz AG hat bereits ein sehr prominentes deutsches Unternehmen von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht und die Verschmelzung mit der italienischen Riunione Adriatica di Sicurtà S.A. zur Allianz SE mit Sitz in München in die Wege geleitet.

Darüber hinaus hat der Ministerrat am 20.9.2005 die Richtlinie 2005/56/EG „über die Verschmelzung von Kapitalgesellschaften aus unterschiedlichen Mitgliedstaaten“ endgültig verabschiedet.⁴⁵ Die Richtlinie ist innerhalb von zwei Jahren nach ihrem Inkrafttreten (20 Tage nach Veröffentlichung im ABIEU) in nationales Recht umzusetzen. Danach werden zwei oder mehr EU-Kapitalgesellschaften aus verschiedenen Mitgliedstaaten in Zukunft miteinander im Wege der Verschmelzung zur Aufnahme (Art 2 Nr. 2 lit. a, c) oder der Verschmelzung durch Neugründung (Art 2 Nr. 2 lit. b) fusionieren können.⁴⁶

Unabhängig von der Umsetzung der neuen Verschmelzungsrichtlinie ist die rechtliche Anerkennung einer grenzüberschreitenden Verschmelzung *innerhalb* der EU durch die Mitgliedstaaten im Übrigen bereits nach geltendem EG-Primärrecht geboten. Dies ergibt sich aus der

³⁹ Siehe z.B. die Nachweise bei *Lutter*, in: ders. (Fn 25) § 1 Rn 5, Fn 8; ferner LG Koblenz, Beschl. 16.9.2003 - 4 HK T 1/03 (Vorlage an den EuGH in der Rechtssache C-411/03 [Fn 47])

⁴⁰ Siehe z.B. Sagasser in: *S/B/B* (Fn 35) B Rn 27; *Decher* (Fn 18) 1212 sieht die Zulässigkeit grenzüberschreitender Verschmelzungen zumindest als ungesichert an; *Baums* (Fn 31) 66 (beschränkt auf Herausverschmelzungen); a.A. trotz des Gesetzeswortlauts *Großfeld* in: Staudinger, Int. GesR, 1998, Rn 682 ff; *Jasper* in: MünchHdb, GmbH (Fn 11) § 75 Rn 140; *Lutter*, in: ders. (Fn 25) § 1 Rn 6, der nun von der vormals selbst vertretenen Gegenansicht Abstand nimmt

⁴¹ Zur Rechtslage im EU-Ausland (zumindest bis 1998) siehe *Hintzen* DSStR 1998, 1319, 1324: Eine grenzüberschreitende Verschmelzung sei in den meisten Staaten der EU gesellschaftsrechtlich nicht vorgesehen. Als Ausnahme nennt die Autorin Dänemark, Italien und Luxemburg.

⁴² *Hoffmann* NZG 1999, 1077, 1079, mit näheren Einzelheiten zum Meinungsstreit um die grenzüberschreitende Verschmelzung und die dahinter steckende Interessenlage

⁴³ Zur Arbeitnehmer-Mitbestimmung in der SE siehe bereits oben Fn 22

⁴⁴ Hierzu *Brandes* AG 2005, 177 ff.

⁴⁵ ABIEU 2005, L 310/01. Zur Richtlinie siehe den Überblick bei *Neye* ZIP 2005, 1893 ff.

⁴⁶ Die Frage der Arbeitnehmer-Mitbestimmung, lange Zeit ein Hindernis für die Verabschiedung der Richtlinie, wurde ähnlich gelöst wie bei der SE. Danach sollen die Arbeitnehmer der beteiligten Gesellschaften durch die grenzüberschreitende Verschmelzung keine Beeinträchtigung in ihren bestehenden Mitbestimmungsrechten erfahren (vgl. 13. Erwägungsgrund, Art 16 II lit. a der RL). Bezüglich der Verhandlungslösung verweist die Verschmelzungs-Richtlinie mit bestimmten Modifikationen auf die Richtlinie 2001/86/EG.

neuesten Entscheidung des EuGH in der Sache „SEVIC Systems AG“⁴⁷ zur primärrechtlichen Niederlassungsfreiheit (Art 43 und 48 EG), die sich insofern auf einer Linie mit der vorausgegangenen Rechtsprechung zur grenzüberschreitenden Sitzverlegung befindet.⁴⁸ Der Vorabentscheidung lag ein Vorlagebeschluss des LG Koblenz in der Beschwerdeinstanz zugrunde, das wissen wollte, ob es mit den Art 43 und 48 EG vereinbar sei, wenn einer ausländischen europäischen Gesellschaft die Eintragung ihrer angestrebten Verschmelzung mit einer deutschen Gesellschaft in das deutsche Handelsregister gemäß den §§ 16 ff. UmwG unter Berufung auf § 1 I Nr. 1 UmwG versagt werde.⁴⁹ Der EuGH hat entschieden, dass es gegen Art 43 und 48 EG verstößt, wenn die Eintragung von Hineinverschmelzungen generell abgelehnt wird, ohne dass es auf das Entgegenstehen besonderer Allgemeininteressen im Einzelfall ankommt. Grenzüberschreitende Verschmelzungen entsprechen „den Zusammenarbeits- und Umgestaltungsbedürfnissen von Gesellschaften mit Sitz in verschiedenen Mitgliedstaaten“ und stellen „für das reibungslose Funktionieren des Binnenmarktes wichtige Modalitäten der Ausübung der Niederlassungsfreiheit“ dar. Damit gehörten grenzüberschreitende Verschmelzungen „zu den wirtschaftlichen Tätigkeiten, hinsichtlich deren die Mitgliedstaaten die Niederlassungsfreiheit nach Art 43 EG beachten müssen“.⁵⁰

III. Kombinationsmodell

Wegen der beschriebenen Probleme mit der grenzüberschreitenden Verschmelzung hat die Praxis für internationale Übernahmen Gestaltungen entwickelt, die den Zusammenschluss durch Sacheinlage mit innerstaatlichen Verschmelzungen kombinieren (Kombinationsmodelle).

Die Transaktion beginnt jeweils mit der Begründung einer neuen Gesellschaft im Land der Erwerbs- oder Zielgesellschaft als (zukünftige) Holding oder als Tochtergesellschaft. In diese neue Gesellschaft werden die Anteile der Erwerbs- und/oder Zielgesellschaft im Rahmen eines öffentlichen Umtauschangebots (in Deutschland nach den Vorgaben des WpÜG) eingelegt (Einlagekomponente). Schließlich wird die neu gegründete Gesellschaft mit der Erwerbs- bzw. Zielgesellschaft verschmolzen (Verschmelzungskomponente).⁵¹ Das ist umwandlungsrechtlich unproblematisch, weil jetzt beide Gesellschaften in dem selben Land ansässig sind.

Die direkte Verschmelzung ohne vorherige Einbringung ist nicht möglich, wenn erst durch die Einbringung die für die Verschmelzung nötigen Mehrheitsverhältnisse geschaffen werden. Sie ist unabhängig hiervon auch dann nicht empfehlenswert, wenn neben dem Aktientausch noch eine ergänzende Barzahlung stattfinden soll.⁵² Bei Verschmelzungen sind solche Barzahlungen anders als bei der Sacheinlage (dazu bereits vorstehend unter B.I.2.: „gemischte Sacheinlage“) nur begrenzt zulässig (§ 68 III UmwG), wohingegen bei der Sacheinlage eine zusätzliche Barabfindung uneingeschränkt möglich ist.⁵³ Eine zusätzliche Barabfindung bietet sich an, wenn nicht ausreichend alte Anteile vorhanden sind, die übernehmende Gesellschaft aber kei-

⁴⁷ EuGH 13.12.2005 - C-411/03, „SEVIC Systems AG“, BB 2006, 11

⁴⁸ EuGH 30.9.2003 - C-167/01, EuGHE 2003, I-10155, „Inspire Art“; zuvor insbesondere EuGH 9.3.1999 - C-212/97, EuGHE 1999, I-1459, „Centros“

⁴⁹ LG Koblenz v. 16.9.2003, 4 HKT 1/03, BB 2003, 2530, 1214. Dazu z.B. *Beul* IStR 2003, 737; *Kloster GmbH* 2003, 1413

⁵⁰ EuGH 13.12.2005 (Fn 47) Rn 19, 22, 30

⁵¹ *Decher* (Fn 18) 1218

⁵² Nicht nur, aber auch wegen diesen Vorteils ist das Kombinationsmodell bei *innerstaatlichen* Übernahmen ebenfalls eine Alternative. Die Gründung einer neuen Gesellschaft ist dann nicht zwingend erforderlich. Die Sacheinlage und anschließende Verschmelzung kann direkt mit der Erwerbsgesellschaft erfolgen. Zu den Vorteilen dieses Modells siehe *Decher* (Fn 18) 1218

⁵³ *Baums* (Fn 31) 82

ne neuen Anteile schaffen will. Hat die Holding in der Folge des Übernahmeangebots mindestens 95 % der Anteile an der Zielgesellschaft erworben, kann sie die verbliebenen Minderheitsaktionäre auch statt mit einer Verschmelzung mittels eines Squeeze out (§ 327a AktG) aus der Gesellschaft ausschließen.

Beispiele für das Kombinationsmodell stellen die Zusammenschlüsse der Daimler Benz AG mit der Chrysler Inc. im Jahr 1998 sowie der Viag AG mit der schweizerischen Algroup im Jahr 1999 dar.⁵⁴

Im Falle von DaimlerChrysler ging es wirtschaftlich zunächst darum, zwei bestehende Gesellschaften unter das Dach einer gemeinsamen Holding zu bringen. Die Daimler- und die Chrysler Aktionäre mussten dazu gebracht werden, ihre Anteile vollständig einer Holding, nämlich der zu diesem Zweck durch die Sal. Oppenheim Bank treuhänderisch gegründeten DaimlerChrysler AG,⁵⁵ zu übertragen und sich im Gegenzug mit Anteilen an der Holding zu begnügen. Dazu gab die neue DaimlerChrysler AG zwei separate Umtauschangebote an die Aktionäre der Chrysler Inc. und an die Aktionäre der Daimler Benz AG ab.

Auf amerikanischer Seite konnte man dazu eine verschmelzungsrechtliche Besonderheit des Gesellschaftsrechts des US-Bundesstaats Delaware ausnutzen, durch die es möglich war, im Vorfeld alle Chrysler Aktien auf einen einzigen Aktionär zu übertragen. Für diesen sog. „reverse triangular merger“⁵⁶ wurde eine eigens von einem Treuhänder (Bank of New York) gegründete amerikanische Tochtergesellschaft (sog. „Merger Sub“) der DaimlerChrysler AG auf die Chrysler Inc. verschmolzen (Schaubild 6). Dadurch wurde der Treuhänder faktisch Alleinaktionär der Chrysler Inc. und die Aktionäre der Chrysler Inc. erhielten zum Ausgleich einen Anspruch auf Aktien einer Drittgesellschaft, nämlich der neu gegründeten DaimlerChrysler AG. Auf Seiten der Chrysler Inc. genügte für die „Verschmelzung im Dreiecksverhältnis“ ein Mehrheitsbeschluss der Aktionäre.⁵⁷ Die Einschaltung eines Treuhänders auf amerikanischer Seite war erforderlich, weil Tochtergesellschaften nach deutschem Recht nur in beschränktem Umfang Aktien der Muttergesellschaft (DaimlerChrysler AG) erwerben können (§§ 71d S. 2, 71 II AktG). Daher zeichnete der Treuhänder nach Annahme des Umtauschangebotes die Aktien der DaimlerChrysler AG, übertrug sie anschließend an die vormaligen Aktionäre der Chrysler Inc. und legte die Chrysler Aktien als Sacheinlage in die DaimlerChrysler AG ein.⁵⁸ Ein „triangular merger“ wäre in Deutschland nicht zulässig, weil nach deutschem Umwandlungsrecht die Anteilsinhaber der übernommenen Gesellschaft nur Aktien der übernehmenden Gesellschaft, nicht aber Aktien einer dritten Gesellschaft erhalten können (§ 2 UmwG).

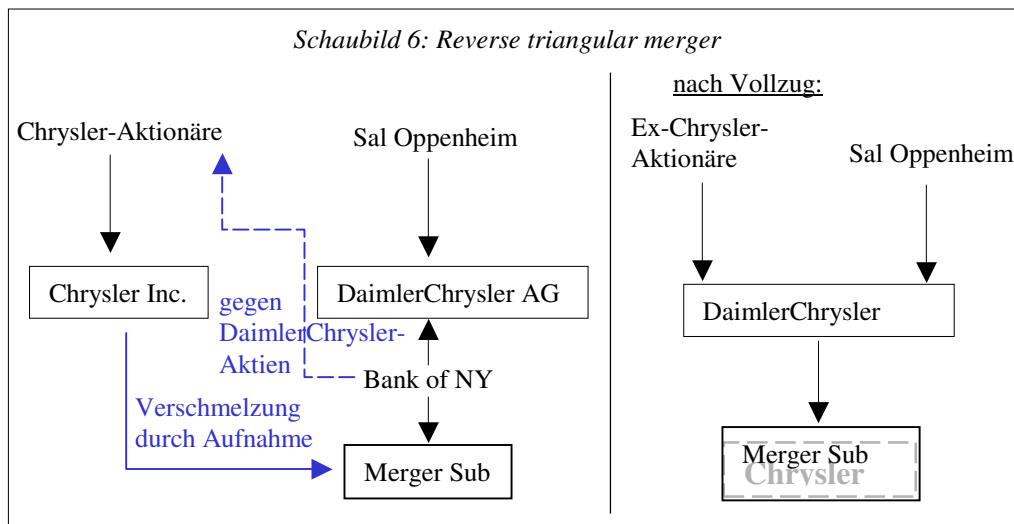
⁵⁴ Decher (Fn 18) 1218

⁵⁵ Baums JITE 1999, 119; Decher (Fn 18) 1214

⁵⁶ Man unterscheidet zwischen „forward triangular merger“ und „reverse triangular merger“. Im Falle des „forward triangular merger“ wird die zu übernehmende Gesellschaft auf eine Tochtergesellschaft der Erwerbgesellschaft verschmolzen, während beim „reverse triangular merger“ die Tochtergesellschaft der Erwerbgesellschaft auf die zu übernehmende Gesellschaft verschmolzen wird; vgl hierzu Baums (Fn 31) 70 ff..

⁵⁷ Baums (Fn 31) 71 f. erwähnt als Vorteil des „triangular merger“, dass „nur ein Mehrheitsbeschluss (...) erforderlich ist“, ohne das Mehrheitserfordernis genauer zu fassen. Nach Hoffmann NZG 1999, 1077, 1082 „genügt ein qualifizierter Mehrheitsbeschluss“.

⁵⁸ Baums JITE 1999, 119, 123

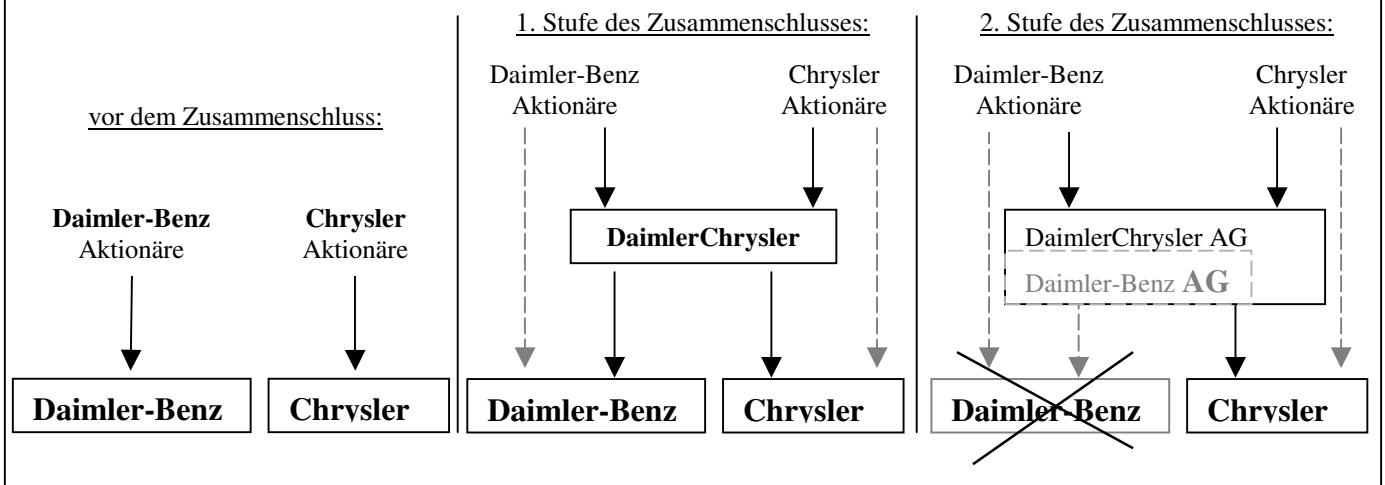


Auf Seiten der Daimler Benz AG nahmen mehr als 97 % der Aktionäre das Umtauschangebot an und brachten ihre Anteile als Sacheinlage im Rahmen einer Kapitalerhöhung in die DaimlerChrysler AG ein.

Die Daimler Benz AG und die Chrysler Inc. wurden durch diese Transaktionen Tochtergesellschaften der DaimlerChrysler AG (Schaubild 7). Die früheren Aktionäre der Daimler Benz AG und der Chrysler Inc. wurden unmittelbare Aktionäre der DaimlerChrysler AG und waren an ihren ursprünglichen Gesellschaften nur noch mittelbar beteiligt. Anschließend wurde die Daimler Benz AG auf die DaimlerChrysler AG nach UmwG verschmolzen.⁵⁹ Diejenigen verbleibenden Daimler Benz Aktionäre, die bis dahin ihre Aktien nicht freiwillig umgetauscht hatten, sahen sich jetzt einem Zwangsaustausch ausgesetzt (§ 20 I Nr. 3 UmwG). Die Alternative eines Ausschlusses (sog. Squeeze out) nach § 327a AktG bot sich nach damaliger Rechtslage noch nicht. Abgesehen davon sind die Mehrheitserfordernisse bei der Verschmelzung weniger streng (siehe § 65 UmwG einerseits und § 327a I AktG andererseits). Die Chrysler Inc. blieb als ausländische Tochtergesellschaft der DaimlerChrysler AG bestehen, da Chrysler bereits vollständig in der Hand der DaimlerChrysler AG war und eine internationale grenzüberschreitende Verschmelzung wie gesehen (oben C.II.) mit zu vielen Unsicherheiten belegt ist.

⁵⁹ *Großfeld* in: Gedächtnisschrift Lüderitz (2000), 233, 234; *Walter* JuS 2003, 206, 208

**Schaubild 7: Zusammenschluss der DaimlerBenz AG und der Chrysler Inc. durch das Kombinationsmodell
(vereinfacht: Vorher, Einlagekomponente, Verschmelzungskomponente)**



Schluss

Ein Anteilstausch, verstanden als Austausch einer Gesellschaftsbeteiligung gegen eine andere aus Sicht der bisherigen Anteilsinhaber von mindestens einer der beteiligten Gesellschaften, kann Mittel oder Folge einer Unternehmensübernahme sein. Dabei sind nach geltendem Recht drei Grundmodelle zu unterscheiden: der klassische (bürgerlich-rechtliche) Tausch der Anteile an der Zielgesellschaft gegen vorhandene (eigene) Anteile der Erwerbgesellschaft oder Anteile einer Drittgeseellschaft, der Tausch gegen neu geschaffene Anteile der Erwerbgesellschaft im Wege der Sacheinlage sowie der Aktientausch als Folge einer Verschmelzung. Die Grundmodelle lassen sich variieren, z.B. durch Zwischenschalten einer eigens dafür gegründeten Tochtergesellschaft. Man kann sie auch kombinieren, wodurch sich die jeweiligen Vorteile der einzelnen Modelle kumulieren und Nachteile vermeiden lassen.

Im Gegensatz zum Erwerb einer Gesellschaft gegen Geld lässt sich die Übernahme mittels Anteilstausches liquiditätsschonend durchführen, weil hierzu weder auf vorhandene Reserven zugegriffen werden muss noch neue Geldverbindlichkeiten begründet werden. Durch die regelmäßig erforderliche Kapitalerhöhung zur Schaffung der Akquisitionswährung ist der Anteilstausch dennoch aufwendiger als ein normaler Anteilskauf. Der Anteilskauf wird regelmäßig dann gewählt, wenn die Gegenleistung für die Anteile der Zielgesellschaft die vorhandenen finanziellen Möglichkeiten der Erwerbgesellschaft sprengt oder die Beschaffung eigener Anteile (durch Kapitalerhöhung oder Rückkauf) billiger ist als die Beschaffung der Barmittel auf dem Finanzmarkt. Ferner wird ein Anteilstausch dann angeboten, wenn es dem umworbenen Aktionär der Zielgesellschaft gerade darauf ankommt, Aktionär der Erwerbgesellschaft zu werden.

Welches der verschiedenen Übernahmemodelle mit Anteilstausch im Einzelfall die beste Lösung ist, hängt entscheidend von den jeweiligen Interessen der beteiligten Unternehmen und von deren Aktionären ab. Dabei können der zeitliche Rahmen, das Anfechtungsrisiko oder - hier nicht weiter behandelte - steuerliche Gründe ausschlaggebend sein. Entscheidende Vorbedingung für einen erfolgreichen Anteilstausch ist die richtige Bestimmung des Umtauschverhältnisses.