

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	5
A. Einleitung	15
B. Bedeutung und richtige Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses bei Abschluss des Verschmelzungsvertrags	17
I. Das angemessene Umtauschverhältnis als Rechtsinstitut zum Schutz vor Kapitalverwässerung	18
1. Erfordernis einer rechnerischen Ermittlung des Umtausch- verhältnisses unter Zugrundelegung der Unternehmenswerte	19
a) Prognoseabhängigkeit der herrschenden Unternehmens- bewertungen	21
aa) Unternehmensbewertung nach der Ertragswertmethode und dem Discounted-Cashflow-Verfahren	22
bb) Bedeutung der Zukunftsbezogenheit der gängigen Bewertungsmethoden für die Unternehmensbewertung	28
cc) Ergebnis	33
b) Folgen der Prognoseabhängigkeit der Unternehmensbewertungen für die rechnerische Ermittlung des Umtauschverhältnisses	33
aa) Gefahr von Fehleinschätzungen als Folge der Prognoseabhängigkeit	37
(1) Verringerung von Fehleinschätzungen durch die Inpflicht- nahme der Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat	39
(2) Bedeutung der Gefahr von Fehleinschätzungen für die an der Verschmelzung Beteiligten	42
(3) Ergebnis	43
bb) Gefahr der Manipulation der dem Umtauschverhältnis zugrunde liegenden Unternehmensbewertungen	43
(1) Anreize zu Manipulationen durch die beteiligten Unternehmen	44
(2) Möglichkeit der Manipulation des Umtausch- verhältnisses	46
cc) Kontrollierbarkeit des ermittelten Umtauschverhältnisses durch die Aktionäre und das Gericht	49

(1) Wirksamkeit der präventiven Kontrollmechanismen im Verschmelzungsrecht	49
(a) Schutz vor Fehleinschätzungen und Manipulationen durch den Verschmelzungsbericht	50
(b) Schutz vor Fehleinschätzungen und Manipulationen durch den Verschmelzungsprüfer	52
(c) Ergebnis	58
(2) Wirksamkeit der nachträglichen gerichtlichen Kontrolle des Umtauschverhältnisses	58
(a) Effektiver nachträglicher Rechtsschutz vor dem Hintergrund der Reform des Spruchverfahrensgesetzes	61
(aa) Kontrollumfang des Gerichts nach der Reform des Spruchverfahrensgesetzes	61
(bb) Nutzbarmachung der Verschmelzungsprüfer als zentrales Anliegen der Reform	64
(cc) Ergebnis	68
(b) Umfassende Kontrolltiefe des Gerichts und deren Bedeutung für die Aktionäre und die an der Verschmelzung beteiligten Unternehmen	69
dd) Ergebnis	73
c) Minimierung der Gefahr von Fehleinschätzungen und Manipulationen bei Anwendung anderer klassischer Bewertungsmethoden	74
d) Ergebnis	77
2. Börsenkurse als Grundlage für die Ermittlung des Umtauschverhältnisses	77
a) Veränderung der Ausgangslage seit den Urteilen des Bundesgerichtshofs	81
b) Manipulation im Zusammenhang mit der Verschmelzung	82
c) Eignung des Börsenkurses als Maßstab für den wahren Unternehmenswert	84
d) Ergebnis	89
3. Zusammenfassung	89
II. Das Umtauschverhältnis als Gegenleistung für die Übertragung eines Unternehmens	90
1. Richtigkeitsgewähr des Ergebnisses von „Vertragsverhandlungen“ ..	92
a) Richtigkeitsgewähr bei der Konzernverschmelzung	92
b) Richtigkeitsgewähr beim merger of equals	94
c) Ergebnis	98

2. Verhältnis von „Richtigkeitsgewähr“ und Kapitalverwässerungs-	
schutz beim merger of equals	99
a) Merger of equals mit ausgeglichener Verhandlungsmacht	100
b) Merger of equals mit unausgeglichener Verhandlungsmacht	101
aa) Angemessener Preis als Ergebnis der Vertrags-	
verhandlungen	102
bb) Gleichsetzung von angemessenem Preis und hinreichendem	
Kapitalverwässerungsschutz?	102
cc) Ergebnis	109
c) Abgrenzung der beiden Fallgruppen im Rahmen eines	
merger of equals	110
3. Ergebnisse	112
III. Anforderungen an eine ordnungsgemäße Ermittlung des	
Umtauschverhältnisses	113
1. Ausgestaltung des Minderheitenschutzes zum Schutz vor	
Kapitalverwässerung	119
a) Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Abfindung	120
b) Barausgleichsanspruch der Minderheitsaktionäre	121
c) Ermittlung eines minderheitenschützenden Umtausch-	
verhältnisses	123
aa) Wege der Ermittlung des minderheitenschützenden	
Umtauschverhältnisses	125
(1) Berücksichtigung des Börsenkurses bei der Ermittlung	
des minderheitenschützenden Umtauschverhältnisses	125
(2) Einführung von Bewertungsregeln zur Ermittlung	
des minderheitenschützenden Umtauschverhältnisses	128
bb) Möglichkeit der effektiven präventiven und nachträglichen	
Kontrolle des minderheitenschützenden Umtausch-	
verhältnisses	129
cc) Ergebnis	131
d) Koordination des nachträglichen Rechtsschutzes bei der	
erforderlichen Ermittlung zweier Umtauschverhältnisse	131
2. Ergebnis	134
IV. Zusammenfassung der Ergebnisse	136
C. Einführung eines nachträglichen Aktienausgleichsanspruchs de lege	
ferenda aufseiten der Aktionäre des übertragenden Rechtsträgers	139
I. Grundsätzliche Möglichkeit eines Ausgleichs in Aktien	142
1. Verstoß gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz im Falle eines	
Aktienausgleichs	142

2. Gläubigerschutz im Falle eines Aktienausgleichs	143
3. Rechnerische Abbildung eines Aktienausgleichs und das Problem etwaiger Wertverzerrungen im Falle eines Aktienausgleichs	147
4. Ergebnis	148
II. Weitere Vorzüge eines Aktienausgleichs im Vergleich zum Barausgleich	148
1. Interesse der ausgleichsberechtigten Aktionäre an einem Aktienausgleich	148
2. Verhältnis von Barausgleich und Aktienausgleich im Rahmen der Gesetzessystematik	150
3. Ungelöste Probleme bei der bilanziellen Behandlung einer nachträglichen Barzuzahlung	151
a) Bilanzierung des übertragenen Unternehmens zu den tatsächlichen Anschaffungskosten	151
b) Wahl der Buchwertverknüpfung gemäß § 24 UmwG	153
c) Problem der formellen Unterpariemission im Rahmen der Buchwertverknüpfung	154
d) Ergebnis	156
4. Zusammenfassung	156
III. Konkrete Umsetzung eines Ausgleichs in Aktien	156
1. Höhe des Aktienausgleichsanspruchs	157
a) Erfüllung des Barausgleichsbetrags in Aktien (Methode 1)	158
b) Herstellung des nach dem Ergebnis des Spruchverfahrens ursprünglich für richtig erachteten Umtauschverhältnisses (Methode 2)	160
c) Bewertung der beiden Methoden zur Ermittlung der Höhe des Aktienausgleichsanspruchs	161
d) Ergebnis	164
2. Schuldner des Aktienausgleichsanspruchs	165
3. Beschaffung der Aktien für die Erfüllung des Ausgleichs- anspruchs	167
a) Aktienausgleich durch die Gewährung eigener Aktien	167
aa) Rechtliche Zulässigkeit der Erfüllung des Aktienausgleichs im Wege der Ausgabe eigener Aktien	167
bb) Mögliche Tatbestände zum Erwerb eigener Aktien für die Erfüllung des Ausgleichsanspruchs	169
(1) Erwerb eigener Aktien zur Erfüllung des Ausgleichs- anspruchs über § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG	170

(2) Erwerb eigener Aktien zur Erfüllung des Ausgleichs- anspruchs ohne das Erfordernis eines Hauptversammlungs- beschlusses	171
cc) Ergebnis	172
b) Schaffung neuer Aktien im Wege der Kapitalerhöhung zur Erfüllung des Aktienausgleichsanspruchs	173
aa) Möglichkeit der Sachkapitalerhöhung zur Beschaffung von Aktien für den Aktienausgleich	175
bb) Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln zur Beschaffung von Aktien für den Aktienausgleich	178
cc) Ergebnis	183
IV. Einführung eines Wahlrechts oder einer Pflicht zum Aktienausgleich ..	184
V. Zusammenfassung der Ergebnisse	185
 D. Nachträglicher Rechtsschutz der an der Verschmelzung beteiligten Aktionärsgruppen	187
I. Vergleich der Schutzbedürftigkeit der beteiligten Aktionärsgruppen	189
II. Vergleich des Rechtsschutzes der beteiligten Aktionärsgruppen	194
1. Registersperre und kassatorische Wirkung der Anfechtungsklage im Vergleich zur reformatorischen Wirkung des Spruchverfahrens ..	195
a) Verzögerung oder Verhinderung der Verschmelzung als Folge von Registersperre und kassatorischer Wirkung	196
b) Bedeutung von Verzögerung und Verhinderung der Verschmelzung für die Aktionäre	198
c) Ergebnisse	201
2. Überwindung von Registersperre und kassatorischer Wirkung durch das Unbedenklichkeitsverfahren	203
a) Erlass eines Unbedenklichkeitsbeschlusses aufgrund der Unzulässigkeit der Klage	205
b) Erlass eines Unbedenklichkeitsbeschlusses aufgrund einer offensichtlichen Unbegründetheit	205
c) Bagatellquorum in Höhe von 1.000 Euro des Nennbetrags	207
d) Erlass eines Unbedenklichkeitsbeschlusses aufgrund einer Interessenabwägung	208
aa) Gegenüberstellung der Nachteile	210
(1) Wesentliche Nachteile einer Registersperre und der kassatorischen Wirkung für die beteiligten Unternehmen und ihre Anteilsinhaber	210
(2) Nachteile der Antragsgegner	213
bb) Schwere der geltend gemachten Rechtsverletzung	217

cc) Abschließende Bewertung	219
e) Ergebnis	220
3. Schadensersatzanspruch im Sinne des § 16 Abs. 3 S. 10 UmwG als gleichwertiger Ausgleichsanspruch?	220
a) Prozessuale Nachteile im Rahmen von Schadensersatz- und Anfechtungsklage	220
b) Fehlende inter-omnes-Wirkung der Schadensersatzklage	222
aa) Faktische inter-omnes-Wirkung im Rahmen von Schadensersatz- und Anfechtungsklage	223
bb) Inter-omnes-Wirkung durch Rückabwicklung der Verschmelzung	223
cc) Inter-omnes-Wirkung durch nachträgliche Korrektur des Umtauschverhältnisses	223
dd) Ergebnis	225
c) Ergebnisse	225
4. Ausschluss des Rechtsschutzes bei besonderen Konzernkonstellationen	226
5. Zusammenfassung	227
III. Gleichstellung der an der Verschmelzung beteiligten Aktionäre	228
1. Ausweitung des Ausgleichsanspruchs und des Spruchverfahrens	228
2. Geltung von Spruchverfahren und Ausgleichsanspruch zugunsten aller an der Verschmelzung beteiligten Aktionäre de lege lata	229
a) Unmittelbare Anwendung von § 14 Abs. 2 UmwG und § 15 Abs. 1 UmwG auch auf die Aktionäre des übernehmenden Rechtsträgers	230
b) Analoge Anwendung von §§ 14, 15 UmwG auf die Aktionäre des übernehmenden Rechtsträgers	232
c) Ergebnis	235
3. Gleichstellung der an der Verschmelzung beteiligten Aktionärsgruppen de lege ferenda	235
IV. Ausformung des Ausgleichsanspruchs der Aktionäre des übernehmenden Rechtsträgers de lege ferenda	237
1. Schuldner des Ausgleichsanspruchs	237
2. Inhalt des Ausgleichsanspruchs	238
a) Einführung eines Barausgleichs zugunsten der Aktionäre des übernehmenden Rechtsträgers	238
aa) Verhältnis des Barausgleichs zum Kapitalerhaltungsgebot	239
bb) Doppelte Belastung des Unternehmens durch einen Barausgleich an die Aktionäre des übernehmenden Rechtsträgers?	240

cc) Bewertung	241
b) Einführung eines Aktienausgleichs zugunsten der Aktionäre des übernehmenden Rechtsträgers	242
aa) Aktienausgleich durch Einziehung der zu viel geleisteten Aktien	242
bb) Aktienausgleich durch Ausgabe von Aktien	244
c) Einführung einer Pflicht zum Aktienausgleich	245
d) Ergebnis	246
V. Öffnung des Spruchverfahrens zugunsten der Aktionäre des übernehmenden Rechtsträgers zur Durchsetzung des Ausgleichs- anspruchs	247
1. Ausschluss der Anfechtbarkeit des die Verschmelzung regelmäßig begleitenden Kapitalerhöhungsbeschlusses	247
2. Erforderliche verfahrensrechtliche Änderungen zur Koordination der Spruchverfahren	251
a) Einheitliche gerichtliche Zuständigkeit	252
b) Zwingende Verfahrensverbindung bei Einleitung mehrerer Spruchverfahren	254
3. Ergebnis	254
VI. Originäre Beteiligung beider Aktionärsgruppen am Spruchverfahren ..	255
1. Notwendigkeit einer originären Beteiligung beider Aktionärs- gruppen am Spruchverfahren	256
2. Wege einer originären Beteiligung der Aktionärsgruppen am Spruchverfahren	258
a) Originäre Beteiligung durch die Einleitung von Spruchverfahren durch beide Aktionärsgruppen	259
b) Umformung des Spruchverfahrens in ein „echtes“ kontradiktorisches Verfahren	259
c) Ergebnis	260
3. Folgeprobleme bei der Einführung eines echten kontradiktorischen Verfahrens	260
a) Verfahrensbeteiligte bei der Einführung eines echten kontradiktorischen Verfahrens	261
b) Vertretung der beiden Aktionärsgruppen vor Gericht	262
c) Anpassung der Regelungen zur Kostentragungspflicht	263
d) Notwendigkeit der Abkehr vom Amtsermittlungsgrundsatz	263
e) Ergebnis	265
VII. Ergebnisse	265

E. Zusammenfassung der Ergebnisse der Arbeit	267
F. Bedeutung der Ergebnisse der Arbeit für die europäische Verschmelzungspraxis	271
Literaturverzeichnis	277