

Das angemessene Umtauschverhältnis im Verschmelzungsrecht

Das angemessene Umtauschverhältnis im Verschmelzungsrecht · Die Bedeutung und richtige Ermittlung des Umtauschverhältnisses sowie die Reform des nachträglichen Rechtsschutzes am Beispiel der Verschmelzung zweier Aktiengesellschaften · Das angemessene Umtauschverhältnis im Verschmelzungsrecht · Die Bedeutung und richtige Ermittlung des Umtauschverhältnisses sowie die Reform des nachträglichen Rechtsschutzes am Beispiel der Verschmelzung zweier Aktiengesellschaften · Das angemessene Umtauschverhältnis im Verschmelzungsrecht

Die Bedeutung und richtige Ermittlung des Umtauschverhältnisses
sowie die Reform des nachträglichen Rechtsschutzes am Beispiel
der Verschmelzung zweier Aktiengesellschaften

KERSTIN A. BLOCK



PETER LANG

Internationaler Verlag der Wissenschaften

A. Einleitung

Bei der Verschmelzung von Aktiengesellschaften stellt die Möglichkeit einer Kapitalverwässerung eine wesentliche Gefahr für ihre Gesellschafter dar. Zur Vermeidung einer Kapitalverwässerung enthält das Verschmelzungsrecht umfassende Schutzinstrumente. So soll dieser Gefahr durch die Pflicht zur Vereinbarung eines angemessenen Umtauschverhältnisses, das präventiv durch die Beschlussabhängigkeit der Verschmelzung und ein umfassendes Verschmelzungsverfahren flankiert wird, vorgebeugt werden. Daneben tritt der nachträgliche Rechtsschutz bei Rügen des Umtauschverhältnisses. Dieser enthält vor allem im Interesse der zügigen Durchführung der Verschmelzung einige Besonderheiten. So werden die Aktionäre des übertragenden Rechtsträgers auf vermögensrechtlichen Rechtsschutz unter Ausschluss der Anfechtungsklage zugunsten des Spruchverfahrens verwiesen. Den Aktionären des übernehmenden Rechtsträgers bleibt allein die Möglichkeit einer Anfechtungsklage, die durch ein Unbedenklichkeitsverfahren eingeschränkt werden kann.

Diese umfassenden Instrumente haben bisher weder zu einem befriedigenden Verwässerungsschutz geführt noch dem Unternehmensinteresse an der zügigen Durchführung einer Verschmelzung ausreichend Rechnung getragen.

Grundlage der Bildung des angemessenen Umtauschverhältnisses ist nach ständiger Rechtsprechung eine rein rechnerische Ermittlung dieses Umtauschverhältnisses, indem die wahren Unternehmenswerte der beteiligten Aktiengesellschaften ins Verhältnis gesetzt werden. Diese Unternehmenswerte sind im höchsten Maße prognoseabhängig. Hieraus ergibt sich zum einen die Gefahr eines unvorsätzlichen, aber erheblichen Abweichens der prognostizierten Entwicklung von der tatsächlichen zukünftigen Entwicklung, was auch als sogenannte Fehleinschätzung bezeichnet wird. Zum anderen bietet die Prognoseabhängigkeit den beteiligten Unternehmen das Einfallstor, das Umtauschverhältnis durch das Einfließenlassen sachfremder Erwägungen zu manipulieren. Dies macht die Notwendigkeit einer effektiven Kontrolle unumgänglich. Aufgrund der Prognoseabhängigkeit der Unternehmensbewertungen ist eine präventive und nachträgliche Kontrolle faktisch aber kaum möglich. Es bleibt allein eine ebenfalls mit erheblichen Unsicherheiten belastete Neuermittlung des Umtauschverhältnisses im Rahmen des nachträglichen Rechtsschutzes. Die Erfahrung hat gelehrt, dass ein solcher nachträglicher Rechtsschutz Jahre in Anspruch nimmt, sodass von effektivem Rechtsschutz keine Rede mehr sein kann. Der rein vermögensrechtlich

ausgestaltete Rechtsschutz im Rahmen des Spruchverfahrens führt zu einer zusätzlichen Benachteiligung der Aktionäre des übertragenden Rechtsträgers, der gleichzeitig den übernehmenden Rechtsträger, der das Ergebnis des Spruchverfahrens kaum kalkulieren kann, erheblich belasten kann. Im Falle einer Anfechtungsklage aufseiten des übernehmenden Rechtsträgers kann die Einleitung des nachträglichen Rechtsschutzes eine jahrelange Verzögerung der Verschmelzung, wenn nicht sogar deren Aufgabe, zur Folge haben. Die Anwendung des Unbedenklichkeitsverfahrens kann eine Gleichbehandlung der beteiligten Aktionärsgruppen nicht sicherstellen.

Ziel dieser Arbeit ist es, *de lege lata* und *de lege ferenda* einen Weg aufzuzeigen, der dem Verwässerungsschutz unter Wahrung der Interessen aller an der Verschmelzung Beteiligten gerecht werden kann. Hierfür sollen im Folgenden zunächst die Bedeutung und die richtige Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses bei Abschluss des Verschmelzungsvertrags dargestellt werden (B.). Im Anschluss daran wird die Ausgestaltung des nachträglichen Rechtsschutzes eingehend untersucht und kritisch gewürdigt. Dies betrifft zum einen den vermögensrechtlichen Aktionärsschutz durch Barausgleich aufseiten der Aktionäre des übertragenden Rechtsträgers (C.), zum anderen das Problem der bisher fehlenden Gleichstellung und Koordination des Rechtsschutzes der an der Verschmelzung beteiligten Aktionärsgruppen (D.). Zuletzt erfolgt eine Zusammenfassung der Ergebnisse (E.) sowie ein Ausblick auf die Bedeutung der gefundenen Ergebnisse für die europäische Verschmelzungspraxis (F.).