

# „Going private“ über das UmwG

## Das Gesellschaftsrecht des „kalten Delisting“

von Kai-Uwe Steck<sup>\*)</sup>

<b>I. Einleitung</b> .....	1
<b>1) Das „reguläre Delisting“</b> .....	2
a) Börsenrechtliche Voraussetzungen.....	2
b) Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen.....	4
<b>2) Zwischenergebnis</b> .....	7
<b>II. „Going private“ über das UmwG</b> .....	7
<b>1) Verschmelzung unter gleichen Rechtsträgern</b> .....	7
a) Börsenrechtliche Beurteilung.....	8
b) Gesellschaftsrechtliche Beurteilung.....	8
aa) Verschmelzungsbeschluß und erforderliche Mehrheit.....	10
bb) Angemessenes Austauschverhältnis.....	10
(a) Freiwillige Zuzahlung.....	13
(b) Barabfindungsangebot (§ 29 Abs. 1 UmwG).....	14
(c) Fungibilitätszuschlag beim Ertragswertverfahren.....	15
<b>2) Umwandlung einer börsennotierten AG in eine GmbH</b> .....	17
<b>3) Ergebnis</b> .....	18

## I. Einleitung

Im folgenden sollen Alternativen des Delisting, der Beendigung der Notierung eines zum Börsenhandel zugelassenen Unternehmens, erörtert werden. Dieses Thema hat mit der Berücksichtigung im Dritten Finanzmarktförderungsgesetz (III. FMFG) erneut an Aktualität gewonnen. Einleitend wird ein Überblick über das Delisting im engeren Sinne (d. h. ohne vorangehende Umwandlung), also den Börsenrückzug nur auf Antrag der Gesellschaft ohne Änderung der Rechtsform des betreffenden Unternehmens, gegeben. Dabei wird sich der Beitrag darauf beschränken, den Totalrückzug (sog. „going private“) zu untersuchen.<sup>1</sup> Das Interesse an einem „going private“ kann vielfältiger Natur sein. In Betracht kommt beispielsweise ein vollständiger Börsenrückzug, um den börsenrechtlichen Publizitätspflichten zu entkommen und somit durch die abnehmende Transparenz aus den Negativschlagzeilen zu gelangen, um Kosten zu senken, um einer Aufkaufgefahr entgegenzutreten oder sogar um ein „freezeout“<sup>2</sup> von Kleinaktionären vorzubereiten.<sup>3</sup> Allerdings sind neben den börsenrechtlichen Voraussetzungen insbesondere die gesellschaftsrechtlichen Anforderungen unklar und erschweren daher einen praktikablen Totalrückzug. In der Beratungspraxis kann jedenfalls nicht mit Sicherheit vorhergesagt werden, welche gesellschaftsrechtlichen und börsenrechtlichen Bedingungen erfüllt sein müssen, damit ein „reguläres going private“ vonstatten gehen kann. Dies zeigt sich besonders deutlich, wenn man sich die unterschiedlichen Lösungsvorschläge zur Beteiligung der Hauptversammlung vergegenwärtigt, wobei insbesondere im Hinblick auf die erforderliche Mehrheit die unterschiedlichsten Ansichten vertreten werden [dazu unten I 1) b)] und zudem eine klärende Rechtsprechung fehlt. Deshalb wird eine rechtssichere Alternative zum „regulären going private“ vorgestellt, die es einer rückzugsgeneigten Gesellschaft ermöglicht, in praktikabler Weise ein vollständiges Delisting zu erreichen. Der Hauptteil des vorliegenden Beitrages ist daher dem „going private“ über das UmwG

---

\*) Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Handels- u. Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück. Dieser Beitrag ist meinem Onkel und langjährigen Förderer *Gerhard Hammer* zugeeignet. Für Diskussionen danke ich *Prof. Dr. T. Baums*, *Dr. P. v. Randow* und Wiss. Mitarb. *M. Koch*.

<sup>1</sup> Ein Delisting von Amts wegen, der bloße Börsensegmentwechsel und der Rückzug auf einen oder wenige Börsenplätze (sog. „Börsenpräsenzreduktion“) werden im folgenden nicht behandelt.

<sup>2</sup> S. dazu *Merkt*, US-amerik. GR (1991), Rdn. 210 u. 1033 ff.

gewidmet, nämlich der Darstellung der Börsenrückzugsmöglichkeit durch Verschmelzung oder Formwechsel einerseits („kaltes Delisting“) und der Erörterung der auf diesem Weg des Delisting auftretenden Umgehungsprobleme andererseits [dazu unten II].

### **1) Das „reguläre Delisting“**

Das Delisting ist aus verschiedenen Blickwinkeln zu beurteilen: Zum einen aus der gesellschaftsrechtlichen Perspektive, aus der die Frage nach der Organzuständigkeit (Vertretung und interne Zustimmungserfordernisse) gestellt werden muß. Zum anderen stellen sich börsenrechtliche Fragen, insbesondere, unter welchen Voraussetzungen die zuständige Börsenzulassungsstelle im Sinne von § 37 Abs. 1 S. 1 BörsG überhaupt ermächtigt und verpflichtet ist, ein Delisting vorzunehmen.

#### **a) Börsenrechtliche Voraussetzungen**

Das neuere Schrifttum zum Delisting hat sich schon vor Inkrafttreten<sup>4</sup> des III. FMFG einhellig dafür ausgesprochen, daß die Zulassungsstelle grundsätzlich ein börsennotiertes Unternehmen auf dessen Initiative aus dem amtlichen Handel entfernen kann.<sup>5</sup> Allerdings war im Schrifttum bisher umstritten, ob dazu eine einfache Verzichtserklärung der AG gegenüber der Zulassungsstelle genügt,<sup>6</sup> oder ob die Durchführung eines förmlichen Verwaltungsverfahrens (sog. „Marktentlassungsverfahren“) erforderlich ist.<sup>7</sup> Nach der Verzichtslösung konnte die durch die Börsenzulassung begünstigte<sup>8</sup> AG ihre einmal erlangte Rechtsposition

<sup>3</sup> Vgl. *Vollmer/Grupp*, ZGR 1995 S. 459, 473 f.

<sup>4</sup> 01.04.1998.

<sup>5</sup> *Eickhoff*, WM 1988 S. 1713, 1716 f.; *Fluck*, WM 1995 S. 553, 560; *Grupp*, Der Börseneintritt und Börsenaustritt im Spannungsfeld individueller und institutioneller Interessen (1995), S. 208; *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform (1997), S. 417 mit einer ökonomischen Begründung; *Klenke*, WM 1995 S. 1089, 1097 (mit Hinweisen auf das ältere Schrifttum auf S. 1094 f.); *Schwark/Geiser*, ZHR 161 (1997) S. 739, 752 ff.; *Vollmer/Grupp*, a.a.O. (Fn. 3), S. 477 ff.

<sup>6</sup> So *Fluck*, a.a.O. (Fn. 5), S. 558 ff.; *Eickhoff*, a.a.O. (Fn. 5), S. 1714 ff.

<sup>7</sup> So *Grupp*, a.a.O. (Fn. 5), S. 208 u. 178 ff., der in den Zulassungsvorschriften §§ 36, 37 BörsG die Verfahrensgrundlage sieht; *Klenke*, a.a.O. (Fn. 5), S. 1097, der seinen Ansatz allerdings auf

§ 49 VwVfG stützt; *Schwark/Geiser*, a.a.O. (Fn. 5), S. 758.

<sup>8</sup> Zur Börsenzulassung als ein begünstigender Verwaltungsakt s. *Schwark*, Börsengesetz (1994), § 36 Rdn. 23.

allein durch eine einseitige verwaltungsrechtliche Willenserklärung aufgeben,<sup>9</sup> so daß es für ein Delisting keiner entscheidungserheblichen Mitwirkung der Zulassungsstelle bedurfte. Hielt man dagegen ein „Marktentlassungsverfahren“ für erforderlich, konnte ein Delisting nicht durch einseitige Erklärung der AG erreicht werden, sondern hing maßgeblich von der behördlichen Entscheidung ab. Für die Notwendigkeit eines geordneten Rückzugsverfahrens sprechen insbesondere Schutzzweckerwägungen und die Sicherstellung der Funktionsfähigkeit des amtlichen Handels.<sup>10</sup> Deshalb hat sich auch der Gesetzgeber mit der Formulierung des § 43 Abs. 4 BörsG (n. F.) für eine Widerrufslösung ausgesprochen.<sup>11</sup> Damit hat sich zumindest der verfahrensrechtliche Streit mit Inkrafttreten der Gesetzesänderung erledigt. Allerdings sind damit längst nicht alle börsenrechtlichen Unklarheiten im Hinblick auf einen Börsenrückzug beseitigt. Ganz im Gegenteil bleiben trotz der Neuregelung noch Fragen unbeantwortet. Anders als noch im Regierungsentwurf<sup>12</sup> vorgesehen ist letzten Endes weder die Börsenpräsenzreduktion noch das „going private“ explizit geregelt worden, obgleich dies im Gesetzgebungsverfahren gefordert wurde.<sup>13</sup> Gleichwohl ist dem „going private“ dadurch nicht ex lege der Weg versperrt, da sich aus § 43 Abs. 4 S. 2 BörsG (n. F.) entnehmen läßt, daß der Widerruf nur nicht dem Schutz der Anleger widersprechen darf. Ein „going private“ ist somit nach § 43 Abs. 4 BörsG (n. F.) ohne Bedenken möglich, soweit die Börsenzulassungsstelle den Anlegerschutz für gewährleistet erachtet.<sup>14</sup> Zu der Frage, wodurch der Anlegerschutz bei einem „going private“ sichergestellt werden kann, schweigt sich der Gesetzgeber jedoch aus. Insofern sind die gleichen umstrittenen Schutzmechanismen wie vor der Novellierung zu diskutieren. Diese sind aber vornehmlich gesellschaftsrechtlicher Natur und sollen daher anschließend gesondert dargestellt werden. Im Ergebnis läßt sich jedoch schon an dieser Stelle festhalten, daß § 43 Abs. 4 BörsG (n. F.) zwar für gewisse Klarstellung bezüglich börsenrechtlicher Verfahrensfragen zum Delisting sorgt. Dennoch wird die in der

---

<sup>9</sup> S. zum verwaltungsrechtlichen Institut des Verzichts: *Erichsen*, Allgemeines Verwaltungsrecht (1995), § 11 II 7; *Maurer*, Allgemeines Verwaltungsrecht (1997), § 14 Rdn. 34.

<sup>10</sup> Vgl. *Kümpel/Ott*, Kapitalmarktrecht (Stand: Jan. 1996), Kz. 060, S. 58 ff; *Schwark/Geiser*, a.a.O. (Fn. 5), S. 758.

<sup>11</sup> BT-Drucks. 13/9874, S. 9; BRat-Drucks. 134/98, S. 2.

<sup>12</sup> Reg-Entw. BRat-Drucks. 605/97, S. 7.

<sup>13</sup> *BDI*, schriftliche Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung zum 3. FMFG vom 12.11.1997, Zusammenstellung der Stellungnahmen vom 06.11.1997, S. 70.

Praxis benötigte Rechtssicherheit für ein „going private“ weiterhin nicht vermittelt. Vor allem werden der Zulassungsstelle keine Anhaltspunkte zur Beurteilung des Anlegerschutzes beim Totalrückzug gegeben. Es bleibt abzuwarten, ob die Ermächtigung, nähere Bestimmungen über den Widerruf in der Börsenordnung zu treffen, insofern für Klarheit sorgen wird. Nach allem bietet sich schon angesichts dieser börsenrechtlichen Unklarheiten an, eine Alternativlösung darzustellen.

### **b) Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen**

Zur Beantwortung der Frage, welche gesellschaftsrechtlichen Erfordernisse im Hinblick auf einen völligen Börsenrückzug beachtet werden müssen, ist zwischen Zustimmungserfordernissen der Gesellschaftsorgane und flankierenden Maßnahmen für den Minderheitenschutz zu unterscheiden.

Vielfach wird die Frage nach einer Beteiligung der Aktionäre über die Hauptversammlung gestellt. Es sind, wie *Grupp*<sup>15</sup> überzeugend dargelegt hat, insbesondere die Kleinaktionäre, die durch einen Totalrückzug besonderen Beeinträchtigungen ausgesetzt sind. Es besteht für einen unerfahrenen Minderheitsaktionär, dem ein Ausgang über die Börse versperrt wird, neben der Gefahr von hohen Transaktionskosten und fehlender Marktpreisbildung sogar die Gefahr, daß er auf „Gedeih und Verderb“ an die Gesellschaft gebunden wird, solange er nicht zur Veräußerung seiner Anteile unter Hinnahme von erheblichen Wertabschlägen bereit ist. Deshalb bietet sich die Beteiligung der Hauptversammlung bei der Entscheidungsfindung an, um die nachteiligen Folgen des Totalrückzugs von den Betroffenen mehrheitlich legitimieren zu lassen. Allerdings ist die Zuständigkeit der Hauptversammlung für einen Beschluß zum „going private“ weder in § 119 Abs. 1 AktG noch andernorts geregelt. Zudem wird eine Börsennotierung auch in den wenigsten Fällen satzungsmäßig festgelegt sein. Wo das jedoch ausnahmsweise der Fall sein sollte, ist zum Börsenrückzug eine Satzungsänderung erforderlich, die nach § 179 Abs. 1 Satz 1 AktG einer Zustimmung der Hauptversammlung bedarf. In allen anderen Fällen wird eine Hauptversammlungsbeteiligung für ein „going private“ angesichts der beträchtlichen Gefahren für Kleinaktionäre und Beeinträchtigung

---

<sup>14</sup> *Schwark*, schriftliche Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung zum 3. FMFG vom 12.11.1997, Zusammenstellung der Stellungnahmen vom 06.11.1997, S. 53 f.

<sup>15</sup> A.a.O. (Fn. 5), S. 190 ff.

ihrer im Anteilseigentum verkörpert Vermögeninteressen auf *BGHZ* 83, 122 ff. („Holzmüller“) gestützt.<sup>16</sup> Mit einem vollständigen Börsenrückzug geht eine tatsächliche Beschaffenheitsveränderung der AG einher, die zumindest für die Minderheitsaktionäre, eine erhebliche Interessenbeeinträchtigung bedeutet. Insofern tragen *Vollmer/Grupp*<sup>17</sup> zu Recht vor, daß zwar der gesellschaftsrechtliche Typus der AG unverändert bleibt, sich aber durch die Umwandlung von einer publikumsoffenen zu einer geschlossenen AG eine beträchtliche faktische Strukturänderung ergibt. Neben dem Verlust der Möglichkeit zur Eigenkapitalaufnahme über die Börse wird diese insbesondere durch den Wegfall von vielfältigen Verhaltens-<sup>18</sup> und Publizitätspflichten<sup>19</sup> der AG deutlich. Gerade letztere machen eine börsennotierte AG zu einer „gläsernen Gesellschaft“ und gewährleisten eine effektive Unternehmenskontrolle. Letzten Endes sprechen die nachteiligen Folgen des „going private“ für eine Heranziehung der „Holzmüller-Grundsätze“. Der Totalrückzug ist ein für das Erscheinungsbild der AG bedeutendes Grundlagengeschäft, weshalb es überzeugt, einen Hauptversammlungsbeschluß über § 119 Abs. 2 AktG zu begründen. Allerdings sind die Vertreter des auf das „Holzmüller-Urteil“ gestützten Lösungsansatzes auch der Kritik dieser Rechtsprechung ausgesetzt, die der Hauptversammlung u. a. den zur Entscheidung erforderlichen Sachverstand abspricht.<sup>20</sup> Gleichwohl muß es mangels alternativer Lösungsmöglichkeiten bei der Heranziehung der „Holzmüller-Entscheidung“ verbleiben, um eine HV-Zustimmungsbedürftigkeit zu begründen. Ein konsequent betriebener Minderheitenschutz muß auch de lege lata zu einem Hauptversammlungsbeschluß als Voraussetzung für einen Totalrückzug führen.<sup>21</sup> Dieser Gedanke wird zudem von § 68 Abs. 2 S. 1 AktG unterstützt. Darin hat der Gesetzgeber die Beschränkung der

<sup>16</sup> Vgl. *Grupp*, a.a.O. (Fn. 5), S. 192; *Schwark/Geiser*, a.a.O. (Fn. 5), S. 761; wohl auch *Baums/Vogel*, Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern, Arbeitspapiere der Universität Osnabrück 9/97 S. 40.

<sup>17</sup> A.a.O. (Fn. 3), S. 472.

<sup>18</sup> Verbot von Insidergeschäften gem. § 14 WpHG.

<sup>19</sup> Insbesondere die kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten nach §§ 44 ff. BörsG und die Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG.

<sup>20</sup> *Mertens* in *KöKo* Bd. 2 (1996), § 76 Rdn. 51 m.w.N.; *Mülbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt (1996), S. 368 ff.; *Werner*, ZHR 147 (1983) S. 429.

<sup>21</sup> So zumindest im Ergebnis auch *Lutter* in seiner schriftlichen Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung zum 3. FMFG vom 12.11.1997, in der er de lege ferenda sogar eine Normierung der HV-Zuständigkeit in § 119 Abs. 1 (Ziff. 9) AktG vorschlägt, *Zusammenstellung der Stellungnahmen vom 06.11.1997*, S. 50; *Schwark*, a.a.O. (Fn. 14); *Schwark/Geiser*, a.a.O. (Fn. 5), S. 762 f.

Aktienfungibilität behandelt, indem er die nachträgliche Vinkulierung von Namensaktien mittels Satzungsänderung ermöglicht. Angesichts des mit dem „going private“ stets verbundenen Anstiegs der Transaktions- und Informationskosten ist die Beeinträchtigung der Minderheitsaktionäre im wesentlichen auf den fehlenden Börsenmarkt und somit auf eine mit der Vinkulierung vergleichbare Beschränkung der Aktienfungibilität zurückzuführen. Der Gesetzgeber läßt aber in § 68 Abs. 2 S. 1 AktG zumindest auch erkennen, daß für eine solche Fungibilitätsbeschränkung eine Hauptversammlungs-beteiligung erforderlich ist. Dafür spricht auch der aktienrechtliche Grundsatz, daß Anteile an einer AG frei übertragbar und damit auch frei veräußerbar sein müssen.<sup>22</sup> Dieser Grundgedanke ist zwingend, weil bei der AG im Gegensatz zum Verein<sup>23</sup> oder zu Personengesellschaften<sup>24</sup> eine Austritts- und Kündigungsmöglichkeit fehlt. Durch die freie Übertragbarkeit wird also einer von seiten der AG drohenden „Einfrierungsgefahr“ für die Aktionäre vorgebeugt.<sup>25</sup> Eine Beschränkung der freien Aktienübertragbarkeit bedarf daher der Legitimation durch die betroffenen Aktionäre. Gleichwohl kann nur eine explizite gesellschaftsrechtliche Kompetenzregelung für zukünftige Rechtssicherheit sorgen, die allerdings noch nicht in Sicht ist.

Im Hinblick auf die erforderliche Hauptversammlungsmehrheit werden unterschiedliche Ansichten vertreten, die hier nur kurz dargestellt werden sollen. Besonders weit geht der auf eine rechtsvergleichende Begründung gestützte Ansatz, der für ein „going private“ die Zustimmung von 90% des in der Hauptversammlung vertretenen Grundkapitals für erforderlich erachtet.<sup>26</sup> Demgegenüber wird teilweise auch eine einfache Mehrheit als ausreichend angesehen.<sup>27</sup> Da *Altmeyen*<sup>28</sup> im Hinblick auf Hauptversammlungsbeschlüsse, die auf die „Holzmüller-Entscheidung“ gestützt werden, neuerdings davon ausgeht, daß diese einer Dreiviertelmehrheit

---

<sup>22</sup> *Hefermehl/Bungeroth* in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropf, AktG Bd. I (1983), § 68 Rdn. 67 m.w.N.; *Wiedemann*, die Übertragung und Vererbung von Mitgliedschaftsrechten bei Handelsgesellschaften, S. 83.

<sup>23</sup> § 39 I BGB.

<sup>24</sup> §§ 723 I BGB, 132 HGB.

<sup>25</sup> Vgl. *Wiedemann* in Großkomm. AktG (1995), § 180 Rdn. 5.

<sup>26</sup> So wohl noch *Grupp*, a.a.O. (Fn. 5), S. 198; jetzt anders *Vollmer/Grupp*, a.a.O. (Fn. 3), S. 475.

<sup>27</sup> *Schwark/Geiser*, a.a.O. (Fn. 5), S. 763 f., die zudem grundsätzlich keine materielle Beschlussskontrolle für notwendig erachten; ebenso *Baums/Vogel*, a.a.O. (Fn. 16), S. 40, die sich allerdings für eine materielle Beschlussskontrolle aussprechen.

<sup>28</sup> DB 1998 S. 49, 50 f.

bedürfen, dürfte nach dieser Ansicht entsprechendes auch hier gelten.<sup>29</sup> Als flankierende Schutzmaßnahme wird von *Vollmer/Grupp*<sup>30</sup> über das HV-Zustimmungserfordernis hinaus noch ein Barabfindungsanspruch der Anteilsinhaber gegen Übertragung ihrer Anteile analog § 207 UmwG befürwortet. Zudem wird eine Fristsetzung zwischen Rückzugsentscheidung und Vollzug des Delisting von höchstens zwei Jahren diskutiert, um für die ausscheidenswilligen Aktionäre vorübergehend eine Ausstiegsmöglichkeit über die Börse aufrecht zu erhalten.<sup>31</sup>

## **2) Zwischenergebnis**

Einem „regulären going private“ stehen sowohl in börsenrechtlicher als auch in gesellschaftsrechtlicher Hinsicht insofern Schwierigkeiten entgegen, als dessen Voraussetzungen auch nach Inkrafttreten des III. FMFG nicht klar benannt werden können. Dies bedingt eine erhebliche Rechtsunsicherheit für ein rückzugsgeneigtes Unternehmen.

## **II. „Going private“ über das UmwG**

Angesichts dieser im Hinblick auf das „reguläre going private“ herrschenden Rechtsunsicherheit, die auch durch das III. FMFG nicht beseitigt werden wird, ist es dienlich, über eine Alternative nachzudenken, mit der ebenfalls ein vollständiges Delisting erreicht werden kann, dessen Voraussetzungen aber lückenlos geregelt sind. Jedenfalls würde die Praxis eine solche rechtssichere Handlungsalternative begrüßen. In diesem Zusammenhang liegt in geeigneten Fällen der Einsatz eines Verfahrens nach dem UmwG nahe.

### **1) Verschmelzung unter gleichen Rechtsträgern**

Zunächst soll im folgenden die Verschmelzung einer börsennotierten AG durch Aufnahme im Sinne des § 2 Nr. 1 UmwG auf eine nichtnotierte AG betrachtet werden. Zur Verdeutlichung der Ausgangslage wird hier angenommen, daß ein Großaktionär seinen gesamten Anteilsbesitz an der börsennotierten AG (im folgen-

---

<sup>29</sup> So schon vorher *Vollmer/Grupp*, a.a.O. (Fn. 3), S. 480.

<sup>30</sup> A.a.O. (Fn. 3), S. 476.

<sup>31</sup> *Hopt/Rudolph/Baum*, a.a.O. (Fn. 5), S. 420.

den „Alt AG“ genannt) im Wege der Sachgründung in eine ihm zu 100% gehörende nichtnotierte AG (im folgenden „Neu AG“ genannt) einbringt. Mit Wirksamwerden der in den Hauptversammlungen der beteiligten Rechtsträger beschlossenen Verschmelzung<sup>32</sup> wird das Vermögen der „Alt AG“ im Wege der Aufnahme zum Vermögen der „Neu AG“. Letzten Endes hätte das den Untergang des übertragenden Rechtsträgers zur Folge.<sup>33</sup> Damit könnte der Großaktionär also über den Umweg der Verschmelzung in der Tat das gleiche Ergebnis wie beim „regulären going private“ erreichen, denn eine untergegangene AG wird an der Börse nicht mehr notiert. In diesem Zusammenhang stellt sich insbesondere die Frage, wie es zu bewerten ist, daß die „Neu AG“ eigens für dieses Ziel gegründet wurde und ihr Vermögen im wesentlichen aus dem eingebrachten Aktienpaket besteht.

#### **a) Börsenrechtliche Beurteilung**

In börsenrechtlicher Hinsicht ergibt sich im Vergleich zum „regulären going private“ eine deutliche Vereinfachung. Die Aktien der „Alt AG“ müssen in Folge des Untergangs der Gesellschaft *zwingend* dekotiert werden. Die Zulassungsstelle ist insoweit mangels eigenen Entscheidungsspielraums zum Vollzug des Delisting verpflichtet. Die Behörde hat also keine Kompetenz, noch darüber zu befinden, ob ein Anlegerschutz in ausreichendem Maße gewährleistet ist. Deshalb garantiert das „going private“ über das UmwG in börsenrechtlicher Hinsicht ein größeres Maß an Rechtssicherheit als das „reguläre going private“.

#### **b) Gesellschaftsrechtliche Beurteilung**

Unterstellt man einmal, daß der Großaktionär mit der Verschmelzung neben dem Delisting keine anderen Absichten verfolgt, dann stellt sich damit zwingend die Frage nach der Rechtmäßigkeit seines Vorgehens. Es muß also beurteilt werden, ob der Versuch eines Großaktionärs, das eigentliche Verfahren für ein „reguläres going private“ durch eine „pro forma“ vorgenommene Verschmelzung zu umgehen, noch rechtsverträglich ist. An sich ist der Einsatz des Verschmelzungsverfahrens als solcher rechtlich unbedenklich. Insofern wird sich ein Großaktionär letztlich auch

---

<sup>32</sup> § 13 Abs. 1 S. 1 UmwG.

immer darauf berufen, nur von den rechtlichen Möglichkeiten des UmwG Gebrauch gemacht zu haben.<sup>34</sup> Gleichwohl muß dem Großaktionär in diesem Fall entgegenhalten werden, daß er gegenüber den Minderheitsaktionären bestimmte Verhaltensregeln zu beachten hat, die in seiner Treuepflicht begründet sind. Seit der „Linotype-Entscheidung“ des BGH<sup>35</sup> hat sich auch im Aktienrecht eine gesellschaftsrechtlich begründete Treuepflicht der Aktionäre untereinander durchgesetzt.<sup>36</sup> Insbesondere ist seither höchstrichterlich klargestellt, daß der Mehrheitsaktionär als Gegengewicht zu seiner Einflußmacht eine gesellschaftsrechtliche Pflicht zur Wahrung der gesellschaftsbezogenen Interessen seiner Mitgesellschafter hat.<sup>37</sup> Folglich ist die geschilderte Gestaltung dann eine Treuepflichtverletzung und damit rechtsmißbräuchlich, wenn der Mehrheitsaktionär mit dem Verschmelzungsbeschluß die in den Anteilswerten verkörperten Gesellschaftsinteressen der Minderheitsaktionäre mißachtet. Dies wird zumindest dann der Fall sein, wenn der Schutz der Aktionärsinteressen beim herkömmlichen Rückzugsverfahren effektiver als bei der hier vorliegenden Umgehung ist, und die Minderheitsaktionäre insofern wenigstens teilweise ihres Schutzes beraubt werden. Infolgedessen muß im folgenden das Verschmelzungsverfahren und seine Auswirkung auf die Aktionäre dem oben beschriebenen Totalrückzugsverfahren in vergleichender Weise gegenübergestellt werden. Nur wenn sich im Hinblick auf die Verschmelzung ein vergleichbarer oder sogar besserer Interessenschutz der Minderheitsaktionäre ergibt, kann davon ausgegangen werden, daß der Mehrheitsaktionär trotz der beabsichtigten Umgehung seine Treuepflicht mit dem Verschmelzungsbeschluß nicht verletzt.

---

<sup>33</sup> Vgl. *Bermel* in Goutier/Knopf/Tulloch, Komm. zum Umwandlungsrecht (1996), § 2 Rdn. 11; *Marsch-Barner* in Kallmeyer, UmwG (1997), § 2 Rdn. 3.

<sup>34</sup> Daß dieses Vorbringen dem Anlegerschutz beim „going private“ entgegenstehen kann, zeigt schon das Beispiel von *Schwark/Geiser*, a.a.O. (Fn. 5), S. 745 zur Familien-AG, die ein Fünftel ihres Kapitals in Form von Stammaktien an die Börse gebracht hat, nun aber doch die damit verbundenen Publizitätspflichten scheut und ihnen schon kurze Zeit nach dem „going public“ durch Umwandlung, deren Vollzug angesichts der familiären Stimmenmehrheit an sich nichts im Wege steht, entkommen will.

<sup>35</sup> *BGHZ* 103, 184 = *JZ* 1989, S. 433 m. Anm. *Wiedemann* = *JR* 1988 S. 505 m. Anm. *Bommert*; *WuB* II A. § 262 AktG 2.88 m Anm. *Baums*.

<sup>36</sup> S. *BGH ZIP* 1992, 1464, 1470 f.; *BGH ZIP* 1995, 819 f. („Girmes“).

<sup>37</sup> Vgl. *BGH NJW* 1988, S. 1579, S. 1582.

### **aa) Verschmelzungsbeschuß und erforderliche Mehrheit**

Zunächst ist nach der erforderlichen Mehrheit für den Verschmelzungsbeschuß zu fragen. Im Rahmen der besonderen Verschmelzungsvorschriften setzt § 65 Abs. 1 S. 1 UmwG für den hier vorliegenden „upstream-merger“ zweier Aktiengesellschaften voraus, daß ein Verschmelzungsbeschuß der Hauptversammlung einer Mehrheit bedarf, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals umfaßt. Durch dieses Erfordernis ist ein Minderheitenschutz in ausreichender Weise gewährleistet, so daß darüber hinaus eine sachliche Beschlußkontrolle nicht vonnöten ist.<sup>38</sup> Im Vergleich zu dem oben dargestellten Totalrückzugsverfahren ergeben sich insofern Unterschiede, als dort nicht einheitlich beantwortet wird, ob tatsächlich eine Dreiviertelmehrheit in der Hauptversammlung erforderlich ist. Eine entsprechend deutliche Mehrheit wird heute nur noch von den Vertretern einer extensiven Ansicht gefordert.<sup>39</sup> Folglich wirkt sich das gewählte Verschmelzungsverfahren jedenfalls im Hinblick auf das Mehrheitserfordernis nicht nachteilig für die Minderheitsaktionäre aus. Ganz im Gegenteil ist beim „going private“ über das UmwG eine Hauptversammlungsbeteiligung und eine Dreiviertelmehrheit zur Sicherstellung des Minderheitenschutzes obligatorisch und ohne weiteres zu begründen. Es bedarf dazu, anders als beim „regulären Delisting“, keiner unsicheren Begründungsversuche, die auf Schutzzweckerwägungen gestützt werden müssen.

### **bb) Angemessenes Austauschverhältnis**

Darüber hinaus ist danach zu fragen, ob die Interessen der Aktionäre der „Alt AG“ ausreichend Berücksichtigung finden, indem ihnen nach § 2 i.V.m. § 5 Abs. 1 Nr. 2 UmwG als Ausgleich für die Aktien an der aufgelösten Gesellschaft grundsätzlich Aktien des übernehmenden Rechtsträgers gewährt werden.<sup>40</sup> Dabei haben die Aktionäre des übertragenden Rechtsträgers ein schutzwürdiges Interesse an einem angemessenen Austauschverhältnis. Es ist also notwendig, daß ihnen eine verlustausgleichende Anzahl an Aktien der aufnehmenden Gesellschaft zur Verfügung gestellt wird, damit sie letzten Endes durch die Verschmelzung keinen vermögens-

---

<sup>38</sup> Vgl. *Zimmermann* in Kallmeyer, a.a.O. (Fn. 33), § 65 Rdn. 8.

<sup>39</sup> S. Fn. 29.

<sup>40</sup> Zum Erlöschen der Aktien s. *Marsch-Barner* in Kallmeyer, a.a.O. (Fn. 33), § 2 Rdn. 12.

mäßigen Nachteil erleiden. Dieses Interesse hat der Gesetzgeber erkannt und an verschiedenen Stellen des UmwG berücksichtigt. In diesem Sinne wird in § 5 Abs. 1 Nr. 3 UmwG vorausgesetzt, daß die Vertragsparteien schon im Verschmelzungsvertrag ein entsprechendes Umtauschverhältnis festlegen müssen. Wie sich aus § 12 Abs. 2 S. 1 UmwG entnehmen läßt, muß dieses Umtauschverhältnis *angemessen* sein. Eine solche Angemessenheit muß der Verschmelzungsprüfer<sup>41</sup> durch sein Testat bestätigen.<sup>42</sup> Allerdings hat der Gesetzgeber diesen Begriff der „Angemessenheit“ weder gesetzlich definiert noch Anhaltspunkte für eine Deutung geschaffen. Heute sind mehrere anerkannte Bewertungsverfahren zur Ermittlung eines angemessenen Umtauschverhältnisses verfügbar,<sup>43</sup> deren vornehmliches Ziel in der Wertermittlung der sich vereinigenden Rechtsträger liegt. Das Austauschverhältnis ergibt sich also im Ergebnis aus dem Verhältnis der jeweils ermittelten Unternehmenswerte. Bemerkenswert ist in dieser Hinsicht, daß sich sämtliche Verfahren naturgemäß in der *Unternehmenswertermittlung* erschöpfen, und zwar ganz gleich, ob man das Substanzwertverfahren, das heute herrschende Ertragswertverfahren oder ein Kombinationsverfahren betrachtet. Damit ergeben sich praktische Schwierigkeiten, die Fungibilitätsbeschränkung, wie sie der Aktionär der „Alt AG“ durch den Tausch seiner börsennotierten Aktien gegen nichtbörsennotierte Aktien erdulden muß, bei der Angemessenheitsermittlung zu berücksichtigen, da die Fungibilität einer Aktie nicht vom Wert des betreffenden Unternehmens abhängt, sondern von der Umlauffähigkeit des Anteils beeinflusst wird. Insofern handelt es sich hier streng genommen nicht um ein Problem der Unternehmensbewertung, sondern der Anteilsbewertung. Unzulässig ist aber der an sich naheliegende Schluß, die Fungibilitätsbeschränkung sei deswegen bei der Angemessenheitsbewertung gar nicht zu beachten. Es gibt mangels gegenteiliger gesetzlicher Vorgaben keine rechtliche Veranlassung, die nicht unmittelbar im Unternehmenswert liegenden Außeneinflüsse bei der Festsetzung des Umtauschverhältnisses unberücksichtigt zu lassen. Zur Verdeutlichung soll hier das Beispiel eines investitionsgeneigten Anlegers dienen, der die Wahl zwischen einer börsennotierten und einer nichtnotierten AG - *ceteris paribus* - hat. Der Entscheidungswert - das ist der

---

<sup>41</sup> Klammerdefiniert in § 9 Abs. 1 UmwG.

<sup>42</sup> Vgl. *Lutter*, UmwG (1996), § 12 Rdn. 11.

<sup>43</sup> S. dazu *Bermel/Hannappel* in *Goutier/Knopf/Tulloch*, a.a.O. (Fn. 33), § 5 Rdn. 11 ff.; *Koppensteiner* in *KöKo* Bd. 6 (1987), § 305 Rdn. 35 ; *Lutter*, a.a.O. (Fn. 42), § 5 Rdn. 23 f.

Unternehmenswert, von dem der Anleger bei seiner Investitionsentscheidung äußerstenfalls ausgeht<sup>-44</sup> wird bei den genannten Alternativen variieren. Angesichts der mangelnden Marktfähigkeit und des damit verknüpften Risikos einer „Einkerkerung“ in der nichtnotierten AG wird der Anleger dort nur zum Einstieg unter besseren Konditionen bereit sein. Im US-amerikanischen Recht wird dies unter dem Stichwort „*marketability discount*“ erörtert. Dort kann eine fehlende Marktfähigkeit von Anteilen bei der Bewertung in Form eines Wertabschlags oder, für den umgekehrten Fall, unter Umständen in Form eines Wertzuschlags („*marketability surcharge*“) Berücksichtigung finden.<sup>45</sup> In der deutschen Literatur wird ebenfalls davon ausgegangen, daß der fehlende Zugang zum Kapitalmarkt entsprechenden Einfluß auf den Entscheidungswert hat.<sup>46</sup> Aber auch für den Einigungswert oder Schiedswert - das ist der unparteiisch, den fairen Ausgleich gegenläufiger Interessen bezweckende Unternehmenswert<sup>-47</sup> kann mit Blick auf den vorliegenden Fall nichts anderes gelten. Wenn in der Literatur Gegenteiliges geäußert wird,<sup>48</sup> liegt das daran, daß dort Sachverhalte betrachtet werden, in denen sich die Berücksichtigung der mangelnden Fungibilität bei der Bewertung zu Lasten bereits beeinträchtigter Gesellschafter auswirken würde. Der vorliegende Fall mit der umgekehrten Wirkung ist damit nicht gemeint. Somit ist die Berücksichtigung der Fungibilitätsbeschränkung bei der Angemessenheitsbewertung zwingend geboten. Denn wenn schon derjenige zu Recht in den Genuß eines Marktfähigkeitsabschlags gelangt, der freiwillig in eine geschlossene AG eintritt, dann muß das erst recht für den Anteilseigner gelten, der - wie im vorliegenden Fall - unfreiwillig Gesellschafter einer nichtnotierten AG wird. Letzten Endes sind die eingetauschten Aktien auf Grund ihrer Dekotierung für den Aktionär erheblich weniger wert, so daß nur dann von einem angemessenen Umtauschverhältnis gesprochen werden kann, wenn diese Benachteiligung einen Ausgleich findet. Ansonsten würden Bedenken gegen den vorliegenden Umgehungsversuch verbleiben.

---

<sup>44</sup> *Drukarczyk*, Unternehmensbewertung (1996), S. 94; *Piltz*, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung (1994), S. 9.

<sup>45</sup> *Blake v. Blake Agency Inc.*, 107 A.D.2d 139, 486 N.Y.S.2d 341, 349 (2d Dep't 1985); *Charland v. Country View Golf Club Inc.*, 588 A.2d 609 (RJ 1991); ferner: *King v. F.T.J. Inc.*, 765 SW 2d 301 (Mo. App. 1988); *Eisenhofer/Reed*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 22 (1997) S. 37, 128; dagegen: Delaware Supreme Court in *Cavalier Oil Corp. v. Harnett*, 564 A.2d 1137 (Del. 1989).

<sup>46</sup> Vgl. *Großfeld*, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht (1994), S. 82.

<sup>47</sup> *Drukarczyk*, a.a.O. (Fn. 44), S. 94; *Piltz*, a.a.O. (Fn. 44), S. 11.

Jedenfalls könnte der dargestellte Verschmelzungsvorgang in dieser Form nicht als praktikable Alternativlösung dienen, um die Unsicherheiten des „regulären going private“ zu umgehen. Ohne ein angemessenes Umtauschverhältnis würde sie mehr Probleme bereiten als auflösen. Insbesondere ist in diesem Zusammenhang auf § 15 Abs. 1 UmwG hinzuweisen, wonach den Aktionären der übertragenden AG, deren Anfechtungsrecht nach § 14 Abs. 2 UmwG ausgeschlossen ist, ein Antragsrecht für ein Spruchverfahren nach § 305 ff. UmwG für den Fall eingeräumt wird, daß sie das Umtauschverhältnis als zu gering ansehen. Mit der dargestellten Unsicherheit bezüglich der Angemessenheitsbewertung entsteht insoweit ein Streitpotential, das es zu vermeiden gilt. Zudem könnte ein Spruchverfahren keine Abhilfe schaffen, da auch vor Gericht wieder über die Angemessenheit einer Zuzahlung im Sinne von § 15 Abs. 1 UmwG zu befinden ist. Dazu muß das zuständige Gericht aber auf einen Sachverständigen und dieser wiederum auf eines der oben genannten Bewertungsverfahren zurückgreifen, da andere Verfahren nicht in ersichtlicher Weise zur Verfügung stehen. Im Ergebnis hat dies nur eine Problemverlagerung, aber keine Problemlösung zur Folge.

#### ***(a) Freiwillige Zuzahlung***

Ausgehend von der Erkenntnis, daß die Fungibilitätsbeschränkung in irgend einer Form berücksichtigt werden muß, stellt sich die Frage nach der praktischen Umsetzung. Zunächst liegt der Gedanke an eine *freiwillige* Zuzahlung von Seiten des übernehmenden Rechtsträgers in Anlehnung an § 15 Abs. 1 UmwG nahe. Dagegen spricht aber, daß der Gesetzgeber bei der Verschmelzung von gleichen Rechtsträgern nur in einem ganz begrenzten Rahmen zum Ausgleich von Spitzen, auf die kein voller Anteil entfällt, neben dem Aktienaustausch auch Zuzahlungen zuläßt.<sup>49</sup> Dessen ungeachtet hätten die Verschmelzungsparteien im vorhinein mangels Bewertungsmöglichkeit ebenfalls Schwierigkeiten, einen *angemessenen* Zuzahlungsbetrag festzulegen. Es kann eben nicht mit letzter Gewißheit gesagt werden, welche monetäre Wertbeeinträchtigung aus der Fungibilitätsbeschränkung resultiert und deshalb ausgeglichen werden muß. Zudem könnte die freiwillige Zuzahlung auch als eine nach § 57 Abs. 1 S. 1 AktG untersagte Einlagenrückgewähr erachtet werden,

---

<sup>48</sup> *Großfeld*, a.a.O. (Fn. 46), S. 82.

denn ein Ausnahmefall für eine erlaubte Rückgewähr im Sinne von §§ 57 Abs. 1 S. 2, 71 Abs. 1 Nr. 3 AktG liegt gerade nicht vor. Folglich kann selbst eine freiwillige Zuzahlung, die erforderliche Angemessenheit nicht gewährleisten.

**(b) Barabfindungsangebot (§ 29 Abs. 1 UmwG)**

Eher kommt ein Abfindungsangebot im Sinne von § 29 Abs. 1 S. 1 UmwG in Betracht, wonach der übernehmende Rechtsträger den dissentierenden Aktionären des übertragenden Rechtsträgers bei einer Verschmelzung unter verschiedenen Rechtsformen einen Barabfindungsanspruch einräumen muß. Obgleich auch eine solche Barabfindung angemessen sein muß, besteht hier nicht die Notwendigkeit, einen Ausgleichsbetrag für die Fungibilitätsbeschränkung zu bestimmen. Dieser Nachteil kann bei der Beurteilung einer angemessenen Barabfindung außer Betracht bleiben, da nur darauf abgestellt werden muß, wie die Vermögens- und Ertragslage der übertragenden Gesellschaft am Verschmelzungstichtag beschaffen ist.<sup>50</sup> Den Aktionären muß also der volle Wert ihrer Aktien, bemessen nach deren Anteil am Wert der „lebenden“ Gesellschaft, vergütet werden, wobei allerdings nicht auf den Börsenkurs abgestellt werden darf.<sup>51</sup> Nach § 29 Abs. 1 S. 2 UmwG muß den Aktionären des übertragenden Rechtsträgers ein Barabfindungsangebot im Sinne von § 29 Abs. 1 S. 1 UmwG, das grundsätzlich nur bei einer Mischverschmelzung Verwendung findet, auch im Fall einer Verschmelzung zweier Aktiengesellschaften unterbreitet werden. Voraussetzung dafür ist allerdings, daß die Anteile des übernehmenden Rechtsträgers durch dessen Satzung einer Verfügungsbeschränkung unterworfen sind. Bei dieser Regelung hatte der Gesetzgeber unter anderem den Fall im Blick, in dem durch den Umtausch aus einem frei veräußerbaren Anteil ein vinkulierter Anteil wird.<sup>52</sup> Hier drängt sich nun ein Vergleich mit einer „dekotierten“ Aktie in dem hier beschriebenen Sinne auf, da die Dekotierung ebenfalls eine faktische Verfügungsbeschränkung zur Folge hat, auch wenn diese keineswegs so einschneidend wie eine nachträgliche Vinkulierung ist. Dem steht jedoch entgegen,

---

<sup>49</sup> Vgl. *Marsch-Barner* in Kallmeyer, a.a.O. (Fn. 33), § 5 Rdn. 9.

<sup>50</sup> Vgl. *Koppensteiner*, a.a.O. (Fn. 43), § 305 Rdn. 27 ff.

<sup>51</sup> *Hüffer*, AktG (1997), § 305 Rdn. 20 m.w.N.; *Geßler* in *Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropf*, AktG Bd. VI (1976), § 305 Rdn. 33 f. (ganz h. M.); a.A. für Dax 100-Werte *Aha* AG 1997 S. 26, 28; zu den verschiedenen Bewertungsmethoden s. *Koppensteiner*, a.a.O. (Fn. 43), § 305 Rdn. 35 ff.

<sup>52</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 12/6699, S. 94.

daß eine Verfügungsbeschränkung im Sinne des § 29 Abs. 1 S. 2 UmwG nur dann vorliegt, wenn das dingliche Rechtsgeschäft bei Nichtbeachtung der Einschränkung unwirksam ist.<sup>53</sup> Anders als bei einer vinkulierten Namensaktie im Sinne von § 68 Abs. 2 S. 1 AktG, deren Übertragung ohne Zustimmung unwirksam ist,<sup>54</sup> kann eine dekotierte Aktie ohne weiteres noch übertragen werden. Demnach scheidet eine direkte Anwendung des Austrittsrechts über den Weg der Barabfindung nach § 29 Abs. 1 S. 2 UmwG hier aus. In der Literatur wird in diesem Zusammenhang vertreten, daß diese Vorschrift auf vergleichbare Lasten, die sich als Verfügungsbeschränkungen darstellen, analog angewendet werden muß.<sup>55</sup> Einmal ungeachtet der Tatsache, daß diese Ansicht den vorliegenden Fall nicht im Blick hatte, kann dem Analogiegedanken auch grundsätzlich nicht gefolgt werden. Zum einen steht dieser Analogie die damit verbundene Rechtsunsicherheit entgegen, da nicht mit Bestimmtheit gesagt werden kann, welche Belastungen letztendlich eine Barabfindung rechtfertigen. Außerdem würde sich § 29 Abs. 1 S. 2 UmwG mit der Bejahung der Analogie wohl zu einem allgemeinen Austrittsrecht bei einer Verschmelzung von zwei gleichen Rechtsträgern entwickeln. Ein solches wollte der Gesetzgeber aber - wie sich aus § 29 Abs. 1 S. 1 UmwG entnehmen läßt - nur für den Fall einer Verschmelzung von Rechtsträgern unterschiedlicher Rechtsform normieren. Nach alledem scheidet auch ein Barabfindungsanspruch im Sinne von § 29 Abs. 1 S. 1 UmwG aus, um ein angemessenes Austauschverhältnis zu gewährleisten.

### ***(c) Fungibilitätszuschlag beim Ertragswertverfahren***

Dies hat zur Folge, daß den Aktionären der „Alt AG“ allein über den Aktientausch ein angemessener Ausgleich für die mit der Verschmelzung einhergehende Fungibilitätsbeschränkung vermittelt werden muß. Die Befürworter des Ertragswertverfahrens versuchen zu diesem Zweck, den Fungibilitätsmangel über den Kapitalisierungszinssatz zu erfassen.<sup>56</sup> Durch diesen Zinssatz werden die künftigen, nacheinander anfallenden Ertragsüberschüsse auf eine Größe reduziert, um am Be-

<sup>53</sup> Vgl. *Grunewald* in Lutter, a.a.O. (Fn. 42), § 29 Rdn. 4.

<sup>54</sup> *BGHZ* 13, 179, 187; *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 51), § 68 Rdn. 16 m.w.N.

<sup>55</sup> *Harry Schmidt*, Die Verschmelzung von Personengesellschaften in Lutter, Kölner Umwandlungsrechtstage (1995), S. 84 f.

<sup>56</sup> *Piltz*, a.a.O. (Fn. 44), S. 177; *Kropff*, DB 1962, S. 155, 157; *Warneke*, ZHF S. 519, 523.

wertungsstichtag eine Vergleichbarkeit der Ertragsüberschüsse zu ermöglichen.<sup>57</sup> Über diesen Zinsfuß können unterschiedliche Zukunftsrisiken schon heute in die Ertragswertprognose einfließen. Ohne die Einzelheiten dieser Berechnungsmethode zu verdeutlichen,<sup>58</sup> sei hier nur soviel gesagt, daß sich der Ertragswert des Unternehmens umgekehrt proportional zum Kapitalisierungszinsfuß verhält. Demnach wird durch Risikozuschläge beim Zinsfuß der Ertragswert vermindert. Für eine eingeschränkte Handelbarkeit und die dadurch bedingte schwere Verwertbarkeit von Anteilen wird insofern von einem Immobilitätszuschlag oder Fungibilitätszuschlag ausgegangen.<sup>59</sup> Dadurch ist bei der Verwendung der Ertragswertmethode über den Umweg der Kapitalisierungsabzinsung letztlich doch sichergestellt, daß die Fungibilitätsbeschränkung zugunsten der beeinträchtigten Aktionäre Einfluß auf den Ertragswert und damit schließlich auf das Umtauschverhältnis nimmt. Wie groß der Abzinsungszuschlag bei der Ermittlung des Einigungswertes sein muß, ist eine quaestio facti und bedarf deswegen hier keiner weiteren Erörterung. Im Ergebnis steht jedenfalls ein praktikables Bewertungsverfahren zur Verfügung, um den Aktionären der übertragenden AG ein Umtauschverhältnis zu gewähren, das auch den Fungibilitätsverlust ausgleicht und damit letzten Endes angemessen ist. Dies hat für die hier betrachtete Verschmelzung zur Folge, daß den Aktionären der „Alt AG“ auf Grund des so ermittelten Umtauschverhältnisses mehr Aktien der „Neu AG“ zugestanden werden als durch eine Bewertungsmethode, bei der die Fungibilitätsbeschränkung gänzlich unberücksichtigt bleibt. Das erhöhte Austauschverhältnis führt letztlich zu einer Anteilsanwachsung bei den vom Aktien-tausch betroffenen Aktionären. Konnten zum Beispiel die umtauschberechtigten Aktionäre der „Alt AG“<sup>60</sup> vor der Verschmelzung über 25 % der Anteile verfügen, dann wird der Anteilswert nach Verschmelzung 25 % plus (x) betragen. Dies hat zwingend eine Anteilsverwässerung beim Großaktionär der „Neu AG“ zur Folge, die im Einzelfall und gerade bei den hier gewählten Mehrheitsverhältnissen bedeutende Auswirkungen auf den Aktionärs einfluß haben kann. Im vorliegenden Fall ist die Anteilsverwässerung jedoch nicht weiter bedenklich, denn der betroffene

---

<sup>57</sup> Vgl. *Großfeld*, a.a.O. (Fn. 46), S. 64.

<sup>58</sup> S. dazu *Moxter*, Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung (1983), S. 159 ff.

<sup>59</sup> *Piltz*, a.a.O. (Fn. 44), S. 177 mit Hinweisen auf die einschlägige Rechtsprechung; *Großfeld*, a.a.O. (Fn. 46), S. 82, allerdings nur im Hinblick auf den Entscheidungswert.

<sup>60</sup> Dies sind außer der „Neu AG“ alle Aktionäre der „Alt AG“.

Großaktionär ist der eigentliche Initiator der Verschmelzung und damit zumindest mittelbar selbst für seine Anteilsverwässerung verantwortlich. Er ist insoweit nicht schutzbedürftig. Außerdem ist die mögliche Anteilsverwässerung für ihn schon im Vorfeld der Verschmelzung erkennbar, da das Umtauschverhältnis bereits vor Beschlußfassung feststeht. Daher kann der Entstehung einer Sperrminorität in der Praxis frühzeitig entgegengewirkt werden, indem der Großaktionär vor der Verschmelzung über so viele Aktien verfügt, daß er trotz umtauschbedingter Verwässerung seine satzungsändernde Mehrheit auch nach der Fusion behält. Darüber hinaus sei im Hinblick auf diesen Grenzfall noch angemerkt, daß die Entstehung einer Sperrminorität durchaus eine Überkompensation der umtauschberechtigten Aktionäre darstellen kann. Dies sollte bei der Ermittlung des Abzinsungszuschlags ebenfalls Berücksichtigung finden und ihn gegebenenfalls reduzieren. Hinsichtlich des Verwässerungsschutzes verhält es sich aber dort anders, wo neben dem Großaktionär der „Neu AG“ noch weitere Minderheitsaktionäre vorhanden sind, die sich mit der Verschmelzung nicht einverstanden erklärt haben. Diese sind vor einer Anteilsverwässerung zu bewahren. Methodisch kann dies durch eine Inhaltskontrolle des Verschmelzungsbeschlusses entsprechend der „Kali und Salz-Entscheidung“ des BGH<sup>61</sup> geschehen.<sup>62</sup> Zu beachten ist dabei, daß der Kontrollmaßstab wohl neuerdings das *wohlverstandene Interesse des Unternehmens* ist.<sup>63</sup>

## **2) Umwandlung einer börsennotierten AG in eine GmbH**

Darüber hinaus kommt als Alternative zum „regulären going private“ auch ein Formwechsel einer börsennotierten AG in eine GmbH gem. §§ 226, 238 ff. UmwG in Betracht. Ein Großaktionär mit 75% der stimmberechtigten Aktien könnte den Formwechsel durch einen Hauptversammlungsbeschluß im Sinne von § 240 Abs. 1 S. 1 UmwG verwirklichen. Die Umwandlung von Aktien in GmbH-Anteile würde im Hinblick auf die Börsennotierung einem „going private“ gleichkommen, da die

---

<sup>61</sup> BGHZ 71, 40 ff.

<sup>62</sup> Grundsätzlich wird eine materielle Beschlußkontrolle von Verschmelzungsbeschlüssen überwiegend abgelehnt, so *Lutter*, a.a.O. (Fn. 42), § 13 Rdn. 38; *Bermel* in *Goutier/Knopf/Tulloch*, a.a.O. (Fn. 33), § 13 Rdn. 24 f. Der Gesetzgeber hat die Kontrollmöglichkeit allerdings nicht ausgeschlossen, vgl. *Feddersen/Kiem* ZIP 1994 S. 1084.

Zulassungsstelle auch in diesem Fall zum „kalten Delisting“ verpflichtet ist. Diese Variante ist zwar rechtlich unbedenklich, da gerade der Barabfindungsanspruch im Sinne von § 207 Abs. 1 S. 1 UmwG besondere Härten für Minderheitsaktionäre ausgleicht. Dennoch liegt sie angesichts des beträchtlichen gesellschaftsrechtlichen Organisationswandels (AG in GmbH) kaum im Interesse eines Unternehmeraktionärs, der lediglich eine Dekotierung anstrebt.

Entsprechendes gilt ebenso für eine Verschmelzung einer börsennotierten AG auf eine GmbH. Auch in diesem Fall besteht für einen Aktionär nicht die Verpflichtung zum Übergang in die GmbH, denn § 29 Abs. 1 S. 1 UmwG ordnet für die Verschmelzung unter Rechtsträgern unterschiedlicher Rechtsform die Ausstiegsmöglichkeit durch Barabfindung für den dissentierenden Anteilshaber des übertragenden Rechtsträgers an.

### **3) Ergebnis**

Nach dem gegenwärtigen Stand der Literatur muß vor dem „regulären going private“ ein Hauptversammlungsbeschluß gefaßt werden, wobei die erforderliche Mehrheit umstritten ist. Zudem werden flankierende Maßnahmen für den Aktionärsschutz in Form einer Barabfindung und einer Vollzugsfrist diskutiert. Allerdings werden die unterschiedlichen Lösungsansätze auf angreifbare Schutz erwägungen gestützt.

Die dadurch bedingte Rechtsunsicherheit, die auch durch das III. FMFG nicht beseitigt werden wird, läßt sich vermeiden, wenn alternativ eine Umwandlung (Verschmelzung oder Formwechsel) einer börsennotierten AG in eine nichtnotierte Gesellschaft vorgenommen wird. Bei diesem „going private“ über das UmwG werden die schutzbedürftigen Aktionäre zur Zeit rechtlich besser gestellt als beim herkömmlichen Totalrückzugsverfahren, da zum einen die Fungibilitätsbeschränkung, die der Aktionär infolge der Dekotierung erleidet, ausgeglichen wird und zum anderen für die Umwandlung ein Hauptversammlungsbeschluß mit einer Dreiviertelmehrheit gesetzlich vorgesehen ist. Beim „going private“ über das UmwG in Form der Verschmelzung auf eine nichtnotierte AG muß den Aktionären des übertragenden Rechtsträgers auch ein angemessenes Aktienumtauschverhältnis gewährt

---

<sup>63</sup> BGHZ ZIP 1997, S. 1499 („Siemens/Nold“); s. dazu die Besprechung von *Kindler*, ZGR 1998,

werden. Dies kann nur dadurch geschehen, daß auch die Fungibilitätsbeschränkung Berücksichtigung findet. Allein durch einen Fungibilitätszuschlag beim Kapitalisierungszins des Ertragswertverfahrens kann dieser Notwendigkeit in praktikabler Weise entsprochen werden. Deshalb sind anders als beim herkömmlichen Totalrückzugsverfahren hier keine flankierenden Maßnahmen in Form einer Barabfindung oder einer Vollzugsfrist erforderlich, um die Interessen der Minderheitsaktionäre in ausreichender Weise zu schützen. Nach alledem bestehen damit keine ersichtlichen Bedenken gegen den geschilderten Umgehungsversuch, es sei denn, die Verschmelzung liegt nicht im wohlverstandenen Interesse der übernehmenden Gesellschaft und rechtfertigt damit keine Anteilsverwässerung bei den dissentierenden Aktionären des aufnehmenden Rechtsträgers. Als Absicherung kann eine Inhaltskontrolle des Verschmelzungsbeschlusses entsprechend der „Kali und Salz-Entscheidung“ des BGH in Betracht kommen. Im Ergebnis stellt ein „going private“ über das UmwG daher eine rechtssichere Alternative zum herkömmlichen Totalrückzugsverfahren dar, denn neben den börsenrechtlichen sind auch die gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen eindeutig zu benennen. Insofern bietet sich neben der Verschmelzung einer börsennotierten AG auf eine nichtnotierte AG auch eine Umwandlung der börsennotierten AG in eine GmbH an, um ein „kaltes Delisting“ herbeizuführen. Allerdings geht mit der Umwandlung in eine GmbH auch eine beträchtliche organisationsrechtliche Veränderung einher, die für den Initiator des „going private“ möglicherweise ein unerwünschter Nebeneffekt ist.