



September 2012

IN DIESER AUSGABE

BVerfG bestätigt Verfassungsmäßigkeit der BGH-Rechtsprechung zum Delisting	S. 1
BGH: Honorarzahlungen ohne Zustimmung des Aufsichtsrats rechtswidrig – "Fresenius"	S. 3
BGH: Vorzeitige Wiederbestellung zulässig	S. 4
BGH zur Prospekthaftung bei Prognosefehlern	S. 5
EuGH: Grenzüberschreitende Umwandlung durch Verlegung des Satzungssitzes zulässig	S. 6
Locked Box – weiterhin hohe M&A-Praxisrelevanz	S. 7
Übernahmerecht: Maßnahmen gegen Creeping-in angekündigt	S. 8
Steuerfreiheit der Kapitalerträge für Streubesitzbeteiligungen auf dem Prüfstand	S. 9
Reform des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes beschlossen	S. 10
Ihre Ansprechpartner	S. 11

Sehr geehrte Damen und Herren,

ich freue mich, Ihnen nach der Sommerpause die aktuelle Ausgabe unseres Newsletter M&A und Gesellschaftsrecht vorstellen zu dürfen, die wieder eine Reihe interessanter und sowohl für die Unternehmens- als auch Beratungspraxis relevanter Themen enthält. Neben den Hinweisen auf aktuelle Reformbestrebungen im Übernahme- und im transaktionsbezogenen Steuerrecht sind die höchstrichterlichen Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts sowie des Bundesgerichtshofs hervorzuheben.

So hat das Bundesverfassungsgericht in seiner Entscheidung zum sog. Delisting klargestellt, dass die Zulassung zum Börsenhandel im regulierten Markt nicht den Schutz des Eigentumsgrundrechts genießt und die sog. "Macrotron-Entscheidung" des Bundesgerichtshofs zulässige richterliche Rechtsfortbildung darstellt. Für mehr Rechtsklarheit sorgt auch die sog. "Fresenius-Entscheidung" des Bundesgerichtshofs. Darin hat der Bundesgerichtshof entschieden, dass die Zahlung des Anwaltshonorars an ein Mitglied des Aufsichtsrats oder dessen Sozietät vor Zustimmung des Aufsichtsrats grundsätzlich rechtswidrig ist und auch – entgegen der bislang herrschenden Auffassung – eine nachträgliche Genehmigung des Gesamtaufsichtsrats an der Rechtswidrigkeit nichts ändert. Zu begrüßen ist die Entscheidung des Bundesgerichtshofs zur vorzeitigen Wiederbestellung eines Vorstandsmitglieds. Denn geklärt ist nun, dass die vorzeitige Wiederbestellung eines Vorstandsmitglieds nach einvernehmlicher Amtsniederlegung grundsätzlich auch ohne besondere Gründe zulässig ist.

In der Hoffnung, dass die Lektüre des aktuellen Newsletter Ihr Interesse findet,

verbleibe ich mit den besten Grüßen

Ihr Rainer Wilke



BVerfG bestätigt Verfassungsmäßigkeit der BGH-Rechtsprechung zum Delisting

Der Erste Senat des BVerfG hat mit seinem Urteil vom 11. Juli 2012 zwei Verfassungsbeschwerden zurückgewiesen (Az.: 1 BvR 3142/07, 1 BvR 1569/08), die die Folgen des Widerrufs der Börsenzulassung von Aktien zum Handel im sogenannten regulierten Markt auf Antrag der Gesellschaft selbst betrafen (freiwilliges Delisting) und zum einen entschieden, dass die Zulassung zum Börsenhandel im regulierten Markt nicht den Schutz des Eigentumsgrundrechts genießt. Zum anderen erkennt das BVerfG die sog. "Macrotron-Entscheidung" des BGH aus dem Jahr 2002 (BGHZ 153, 47) als zulässige richterliche Rechtsfortbildung an.

Erstes Verfahren: Macrotron-Rechtsprechung unzulässige Rechtsfortbildung?

Die Hauptaktionärin und Beschwerdeführerin zu 1. beantragte beim Vorstand der börsennotierten Aktiengesellschaft eine Abstimmung über einen Antrag zum Widerruf der Börsenzulassung auf der nächsten Hauptversammlung. Die Hauptaktionärin unterbreitete den anderen Aktionären das Angebot, deren Aktien für den Fall eines erfolgreichen *Delisting* gegen eine Abfindung zu übernehmen.

Nach entsprechendem Beschluss der Hauptversammlung wurde auf Antrag der Gesellschaft die Zulassung zum damaligen amtlichen Markt der Börse widerrufen und im Weiteren auch die Notierung der Aktie eingestellt (sog. *Delisting*). Einzelne Aktionäre, die die angebotene Abfindung als zu niedrig empfunden hatten, beantragten die Durchführung eines Spruchverfahrens zur Bestimmung einer angemessenen Abfindung. Die Zulässigkeit des beantragten Spruchverfahrens wurde durch das angerufene Gericht auf Basis der durch den BGH in seiner "Macrotron-Entscheidung" aufgestellten Grundsätze bejaht. Eine hiergegen eingelegte sofortige Beschwerde blieb erfolglos. Durch die instanzgerichtlichen Entscheidungen sieht sich die Beschwerdeführerin in ihren Grundrechten verletzt, da sie einem im Gesetz nicht vorgesehenen Spruchverfahren ausgesetzt sei.

Zweites Verfahren: Anwendbarkeit der Grundsätze der "Macrotron-Rechtsprechung" auf das sog. *Downgrading*?

Die Beschwerdeführerin zu 2., eine ehemalige Minderheitsaktionärin einer Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA), wandte sich im Ausgangsverfahren gegen eine



Entscheidung im Spruchverfahren, mit der das Spruchgericht ein seitens der Minderheitsaktionäre beantragtes Spruchverfahren gegen die KGaA sowie die Hauptaktionärin auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung für unzulässig erklärt hatte. Hintergrund des Spruchverfahrens war ein freiwillig durchgeführtes sog. *Downgrading* der KGaA, bei dem die Zulassung der Aktien zum regulierten Markt auf Antrag der KGaA widerrufen wurde, die Aktien der KGaA jedoch weiter im sog. qualifizierten Freiverkehr, dem Segment "m:access" der Börse München, sowie im Freiverkehr der Börse Stuttgart notiert und gehandelt blieben. Ein Barabfindungsangebot seitens der damaligen Hauptaktionärin bzw. der Gesellschaft erfolgte in diesem Zusammenhang nicht. Nach Ansicht der Instanzgerichte war die "Macrotron-Entscheidung" des BGH auf den Fall des sog. *Downgradings* nicht anwendbar, da die Verkehrsfähigkeit der Aktien hierdurch nicht beeinträchtigt werde.

Kernaussagen des BVerfG

Das BVerfG wies die Verfassungsbeschwerden insbesondere mit den folgenden Erwägungen zurück.

Delisting / Downgrading keine Verletzung des Eigentumsgrundrechts

Der Widerruf der Börsenzulassung für den regulierten Markt berührt nicht den Schutzbereich des Art. 14 GG. Das Eigentumsgrundrecht schütze zunächst grundsätzlich nicht den bloßen Vermögenswert des Aktieneigentums und den Bestand einzelner wertbildender Faktoren, insbesondere solcher, die die tatsächliche Verkehrsfähigkeit einer Aktie steigern. Zum erworbenen und von Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Bestand zähle lediglich die rechtliche Verkehrsfähigkeit als solche, d.h. die rechtliche Befugnis zur jederzeitigen Veräußerung in einem Markt, welche durch die Börsenzulassung im regulierten Markt nicht berührt werde. Eine im Tatsächlichen gesteigerte Verkehrsfähigkeit stelle dagegen nur eine schlichte Ertrags- und Handelschance dar, weshalb der Rückzug von der Börse ein mit dem Aktieneigentum miterworbenes Risiko darstelle. Dem steht auch nicht entgegen, dass eine beste-

hende Börsennotierung im regulierten Markt nach der "DAT/Altana-Entscheidung" des BVerfG als wertbildender Umstand bei der Bemessung einer angemessenen Abfindung zu berücksichtigen ist.

Auch die aufgrund der Börsenzulassung zum regulierten Markt zur Anwendung kommenden Sondervorschriften für börsennotierte Aktiengesellschaften im Aktien- und Handelsrecht oder die im regulierten Markt zur Anwendung kommenden börsenrechtlichen Standards seien nicht durch das Eigentumsgrundrecht geschützt. Diese würden dem einzelnen Aktionär lediglich als Reflex zugute kommen. Schließlich werde durch den Widerruf auch nicht der Vermögenswert der Beteiligung von Rechts wegen in einer das Aktieneigentum möglicherweise wirtschaftlich in seiner Substanz verletzenden Weise ausgezehrt.

Verfassungsmäßigkeit der "Macrotron-Entscheidung"

Nach dem BVerfG wahren die Fachgerichte die Grenzen zulässiger richterlicher Rechtsfortbildung, wenn sie aufgrund einer Gesamtanalogie zu den §§ 305, 320b, 327b AktG, §§ 29, 207 UmwG im Falle eines vollständigen Rückzugs von der Börse für den Verlust der mit der Börsennotierung verbundenen, gesteigerten Verkehrsfähigkeit ein Pflichtangebot an die Minderheitsaktionäre zur Übernahme ihrer Aktien oder zu einer Ausgleichszahlung und dessen Überprüfbarkeit in einem Spruchverfahren fordern. Der Grundgedanke, dass sich ein Minderheitsaktionär wegen veränderter Rahmenbedingungen aus der Aktiengesellschaft gegen eine angemessene Abfindung zurückziehen können soll, könne vertretbar auch auf das sog. freiwillige *Delisting* angewendet werden. Dieses Ergebnis steht nach dem BVerfG auch nicht in Widerspruch zu der Annahme, dass der Widerruf der Börsenzulassung den Schutzbereich des Art. 14 Abs. 1 GG nicht berühre.

Konsequenzen für die Praxis

Das BVerfG bestätigt zwar die Verfassungsmäßigkeit der "Macrotron-Rechtsprechung", stellt jedoch gleichzeitig fest, dass die durch eine Börsenzulassung verbesserte tatsächliche Verkehrsfähigkeit nicht dem Schutz der Eigentumsgarantie unterfalle. Hierdurch widerspricht das BVerfG einer wesentlichen These des BGH. Daher bleibt aus Sicht der Praxis abzuwarten, ob der BGH seine "Macrotron-Rechtsprechung" in Zukunft aufrechterhalten wird. Bis zu einer abweichenden Entscheidung sollten die durch den BGH für den Fall eines sog. *Delisting* aufgestellten Grundsätze jedoch zunächst weiter beachtet werden. Für die Praxis nunmehr geklärt ist dagegen der Fall des sog. *Downgrading*. Eine Anwendung der Grundsätze der "Macrotron-Rechtsprechung" ist für diesen Fall nicht geboten.

BGH: Honorarzahlen ohne Zustimmung des Aufsichtsrats rechtswidrig – "Fresenius"

Der BGH hat in seiner Entscheidung vom 10. Juli 2012 (Az.: II ZR 48/11) entschieden, dass die Zahlung des Anwaltshonorars an ein Mitglied des Aufsichtsrats oder dessen Sozietät vor Zustimmung des Aufsichtsrats grundsätzlich rechtswidrig ist und auch eine nachträgliche Genehmigung des Gesamtaufichtsrats an der Rechtswidrigkeit nichts ändere (Quelle: PM des BGH Nr. 109/2012 vom 11. Juli 2012; Entscheidungsgründe noch nicht veröffentlicht).

Sachverhalt

Die beklagte Fresenius SE und eine ihrer Tochtergesellschaften schlossen im Jahre 2008 Beratungsverträge mit einer Anwaltssozietät. Der stellvertretende Aufsichtsratsvorsitzende der Beklagten war als Partner an der betreffenden Sozietät beteiligt. Die in den ersten drei Quartalen 2008 erbrachten Zahlungen auf die Beratungsverträge mit der Sozietät in Höhe von rd. EUR 1 Mio. wurden erst nachträglich in der Aufsichtsratssitzung vom 4. Dezember 2008 genehmigt. Vor diesem Hintergrund erhob eine Aktionärin, die früher selbst Aufsichtsrätin der Beklagten war, Anfechtungsklage gegen die in der Hauptversammlung am 8. Mai 2009 gefassten Entlastungsbeschlüsse für das Geschäftsjahr 2008. Die Klägerin stütze ihre Anfechtungsklage u.a. darauf, dass ein Vorstand, der Zahlungen an ein Aufsichtsratsmitglied aufgrund eines Vertrags leiste, dem der Aufsichtsrat noch nicht nach § 114 Abs. 1 AktG zugestimmt habe, sich rechtswidrig verhalte und nicht entlastet werden dürfe. Gleiches habe für das Aufsichtsratsmitglied zu gelten, das diese Zahlungen entgegennimmt.

Das LG Frankfurt a.M. gab der Anfechtungsklage statt. Die Berufung der Beklagten wurde vom OLG Frankfurt a.M. mit dem Argument zurückgewiesen, die Zustimmung des Aufsichtsrats zu einer anwaltlichen Beratung durch ein Aufsichtsratsmitglied erst nach erfolgter Honorarzahlung stelle einen schwerwiegenden und eindeutigen Verstoß gegen § 114 Abs. 1 AktG dar, der die Entlastungsbeschlüsse anfechtbar machte. Die nachträgliche Genehmigung des Gesamtaufichtsrats änderte nach Ansicht des OLG – entgegen der h.M. – an der Pflichtwidrigkeit der Zahlungen nichts.

Kernaussagen des BGH

Mit seiner Entscheidung vom 10. Juli 2012 hob der BGH das Urteil des OLG Frankfurt a.M. auf die Nichtzulassungs-



beschwerde der Beklagten hin auf. Zwar stellte der erkennende Senat zunächst klar, dass die Zahlung des Anwaltshonorars an ein Mitglied des Aufsichtsrats oder dessen Sozietät vor Zustimmung des Aufsichtsrats grundsätzlich rechtswidrig sei, woran auch die nachträgliche Genehmigung des Gesamtaufichtsrats nichts ändere. Gleichwohl hielt der BGH die Entlastungsbeschlüsse in der vorliegenden Konstellation nicht für anfechtbar. Insoweit fehle es an einem eindeutigen und schwerwiegenden Gesetzesverstoß, da über die Zulässigkeit einer Zahlung von Beratungshonoraren vor Zustimmung des Aufsichtsrats zum damaligen Zeitpunkt noch Unklarheit herrschte.

Ob sich an der rechtlichen Beurteilung etwas ändert, wenn – wie von der Beklagten vorgetragen – bei dem betreffenden Unternehmen die Übung bestehe, dass der Aufsichtsrat am Anfang des Jahres jeweils eine Obergrenze für Aufträge an Aufsichtsratsmitglieder festlege und am Ende des Jahres jeweils über die Zustimmung zu den zwischenzeitlich erteilten Mandaten entscheide, ließ der BGH offen. Denn auch insoweit fehlte es jedenfalls an einem eindeutigen und schwerwiegenden Gesetzesverstoß.

Relevanz für die Praxis

Der Entscheidung des BGH kommt insofern Signalwirkung über den in Rede stehenden Sachverhalt hinaus zu, als darin die bislang vielfach geübte Praxis der nachträglichen Genehmigung von Honorarzahlen für anwaltliche Beratungsleistungen an Aufsichtsratsmitglieder explizit für rechtswidrig erklärt wurde. Sollten Unternehmen trotz des Zahlungsverbots an der bisherigen Praxis festhalten, könnten Vorstand und Aufsichtsrat – anders als noch die Fresenius SE – zukünftig nicht mehr wirksam entlastet werden. Die entsprechenden Hauptversammlungsbeschlüsse wären anfechtbar. Risikolos ist die Zahlung eines Beratungshonorars an ein Aufsichtsratsmitglied nur noch dann, wenn die entsprechende Honorarvereinbarung vor Erbringung der anwaltlichen Beratung erfolgt und der Aufsichtsrat hierzu vorab seine Zustimmung erteilt hat.



BGH: Vorzeitige Wiederbestellung zulässig

Der BGH hat mit Urteil vom 17. Juli 2012 (Az.: II ZR 55/11) entschieden, dass die vorzeitige Wiederbestellung eines Vorstandsmitglieds einer Aktiengesellschaft für (höchstens) fünf Jahre nach einvernehmlicher Amtsniederlegung grundsätzlich zulässig sei und auch dann, wenn für diese Vorgehensweise keine besonderen Gründe gegeben sind, keine unzulässige Umgehung des § 84 Abs. 1 Satz 3 AktG darstelle.

Sachverhalt

Der Kläger ist Mitglied des Aufsichtsrats einer Aktiengesellschaft, an der zwei Familienstämme beteiligt sind, zwischen denen es erhebliche Spannungen gibt. Am Tag vor der Hauptversammlung beschloss der Aufsichtsrat, zwei Vorstandsmitglieder, die einem Familienstamm zuzurechnen waren, unter "einvernehmlicher Aufhebung" ihrer noch rund zweieinhalb Jahre laufenden Bestellung für jeweils fünf weitere Jahre erneut zu Vorstandsmitgliedern zu bestellen. Der Kläger beantragte die Feststellung der Nichtigkeit der entsprechenden Aufsichtsratsbeschlüsse.

Während das LG Frankenthal die Klage abwies, gab das OLG Zweibrücken ihr mit der Begründung statt, die Beschlüsse über die vorzeitige Wiederbestellung wären vor dem Hintergrund von Streitigkeiten zwischen den Familienstämmen gefasst worden, um für den am nächsten Tag zu wählenden neuen Aufsichtsrat vollendete Tatsachen zu schaffen. Das OLG hielt die Aufsichtsratsbeschlüsse wegen Umgehung des § 84 Abs. 1 Satz 3 AktG, wonach frühestens ein Jahr vor Ablauf der bisherigen Amtszeit ein Beschluss über die Wiederbestellung gefasst werden darf, gemäß § 134 BGB für nichtig. Die Erwähnung einer vorzeitigen Wiederbestellung in Ziffer 5.1.2 Abs. 2 DCGK rechtfertige keine vom eindeutigen Gesetzeswortlaut abweichende Auslegung. Im Übrigen sei anerkannt, dass die in Ziffer 5.1.2 Abs. 2 DCGK genannten "besonderen Umstände", bei deren Vorliegen eine vorzeitige Wiederbestellung bei gleichzeitiger Aufhebung der laufenden Bestellung möglich sein soll, auf eng begrenzte Ausnahmefälle beschränkt werden müssen. Ein besonderer Grund in diesem Sinne hätte hier nicht vorgelegen.

Grundaussagen des BGH

Der BGH erteilte der restriktiven Argumentation des OLG eine klare Absage. So entschieden die Karlsruher Richter, dass die einvernehmliche Aufhebung der Bestellung verbunden mit der Wiederbestellung eines Vorstandsmitglieds für (höchstens) fünf Jahre früher als ein Jahr vor Ablauf der ursprünglichen Bestellung keine unzulässige Umgehung des Verbots in § 84 Abs. 1 Satz 3 AktG darstelle. Dies gelte selbst dann, wenn für diese Vorgehensweise keine besonderen Gründe gegeben sind. Sowohl die Gesetzgebungsgeschichte als auch der Sinn und Zweck des § 84 Abs. 1 AktG ließen diese Möglichkeit der vorzeitigen Wiederbestellung aus Sicht des BGH zu. Entscheidend sei, dass der Aufsichtsrat sich nicht länger als nach § 84 Abs. 1 AktG zulässig bindet und mindestens alle fünf Jahre über die Verlängerung der Amtszeit eine Entscheidung trifft. Beides sei hier der Fall. Da der Aufsichtsrat kein Recht habe, den Vorstand ohne Rücksicht auf die Laufzeit der Bestellungen mit Mitgliedern seines Vertrauens zu besetzen, mache auch der Umstand, dass der neue Aufsichtsrat durch die Entscheidung gebunden wird, diese nicht unzulässig. Anhaltspunkte für eine Rechtsmissbräuchlichkeit der Wiederbestellung sah der erkennende Senat ebenfalls nicht.

Bedeutung für die Praxis

Aus Sicht der Praxis ist zu begrüßen, dass der BGH in der in Rechtsprechung und Schrifttum hoch umstrittenen Frage, ob das gesetzlich nicht geregelte Zusammentreffen von Vertragsaufhebung und Neubestellung außerhalb der Jahresfrist eine unzulässige Umgehung von § 84 Abs. 1 AktG darstellt, für Klarheit gesorgt hat. Einerseits ist es nach der Entscheidung des BGH fortan rechtlich unbedenklich, wenn etwa der Aufsichtsrat ein Vorstandsmitglied früher als ein Jahr vor Ablauf der Amtszeit wiederbestellt, um auf diese Weise seiner Zufriedenheit mit dessen Geschäftsführung Ausdruck zu verleihen oder wenn im M&A-Kontext sichergestellt werden soll, dass bisherige Vorstandsmitglieder nach einem Eigentümerwechsel für eine möglichst lange Zeit dem Unternehmen erhalten bleiben. Daneben kommt nach den Ausführungen des erkennenden Senats eine vorzeitige Neubestellung grundsätzlich aber auch in den Fällen in Betracht, in denen ein neuer Aufsichtsrat gewählt wird und Anzeichen dafür bestehen, dass das bisherige Vorstandsmitglied im neuen Aufsichtsrat keinen Rückhalt haben wird. Da der scheidende Aufsichtsrat insofern für den nachfolgenden Aufsichtsrat vollendete Tatsachen für einen Zeitraum von fünf Jahren schaffen kann, wird allerdings stets zu prüfen sein, ob Gründe vorliegen, aus denen die Wiederbestellung im konkreten Fall rechtswidrig sein könnte.

BGH zur Prospekthaftung bei Prognosefehlern

In seiner Entscheidung vom 23. April 2012 (Az. II ZR 75/10) hat der BGH entschieden, dass wenn eine im Prospekt prognostizierte Entwicklung nicht eintritt, nur dann ein haftungsbegründender Prospektfehler vorliegt, wenn die Prognose nicht durch sorgfältig ermittelte Tatsachen gestützt und – aus ex ante-Sicht – nicht vertretbar war.



Sachverhalt

Der Kläger war Inhaber einer Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds in Höhe von DM 50.000, die er über eine Treuhandkommanditistin zuzüglich 5 % Agio im Dezember 1996 zeichnete. Er machte wegen verschiedener behaupteter Prospektmängel Ansprüche gegen die Gründungsgesellschafterin, die zugleich Herausgeberin des Prospekts ist, aus Prospekthaftung im weiteren Sinne geltend. Der Kläger verlangte Rückzahlung seines Einlagebetrags unter Abzug der bis einschließlich 2005 erhaltenen Ausschüttungen Zug um Zug gegen Abtretung seiner von der Treuhandkommanditistin gehaltenen Beteiligung. Der Kläger stützte seinen Anspruch u.a. darauf, dass die im Prospekt enthaltene Angabe der prognostizierten Durchschnittsverzinsung von 7 % fehlerhaft sei. Die Beklagte beantragte im Wege einer hilfsweise erhobenen Zwischenfeststellungsklage, dass sämtliche Ausschüttungen, die der Kläger während seiner Beteiligung am Fonds erhalten hat und/oder noch erhalten wird, bei der Berechnung der geltend gemachten Schadensersatzforderungen in Abzug zu bringen sind.

Das LG Berlin gab den Klageanträgen im Wesentlichen statt und zog von dem Anspruch auf Rückzahlung des Einlagebetrags nur die Steuervorteile des Klägers aus der Beteiligung ab. Die Hilfszwischenfeststellungsklage der Beklagten wurde abgewiesen.

Nichteintritt der Prognose begründet grundsätzlich keinen Prospektfehler

Der BGH knüpfte im Hinblick auf die Frage, ob die Voraussetzungen eines Anspruchs aus Prospekthaftung im weiteren Sinne (vgl. §§ 280 Abs. 1, 311 Abs. 2 BGB) erfüllt sind, an seine ständige Rechtsprechung an. Danach müsse dem Anleger für seine Beitrittsentscheidung ein richtiges Bild über das Beteiligungsobjekt vermittelt werden, d.h. er müsse über alle Umstände, die für seine Anlageentscheidung von wesentlicher Bedeutung sind oder sein können, insbesondere über die mit der angebotenen Beteiligungsform verbundenen Nachteile und Risiken zutreffend, verständlich und vollständig aufgeklärt werden.

Unter dieser Prämisse hielt der BGH – anders als noch das KG Berlin in der Berufungsinstanz – den Prospekt mit Blick auf die Angabe der prognostizierten Nettodurchschnittsverzinsung von 7 % nicht für fehlerhaft, auch wenn der durchschnittliche Zinssatz in Deutschland im Jahre 1998 tatsächlich weit unter dem beworbenen Durchschnittszins gelegen habe. Der BGH stellte insoweit unter Hinweis auf die ständige Rechtsprechung des Senats erneut klar, der Prospektherausgeber übernehme grundsätzlich keine Gewähr dafür, dass die von ihm prognostizierte Entwicklung auch tatsächlich eintrete. Vielmehr trage der Anleger das Risiko, dass sich eine aufgrund anleger- und objektgerechter Beratung getroffene Anlegerentscheidung im Nachhinein als falsch herausstellt. Ein haftungsbegründender Prospektfehler liege nur dann vor, wenn die Prognose im Prospekt nicht durch sorgfältig ermittelte Tatsachen gestützt und – aus ex ante-Sicht – nicht vertretbar sei. Daher – so der BGH weiter – genügt der Kläger seiner Darlegungslast hinsichtlich eines behaupteten haftungsbegründenden Prognosefehlers hier nicht, wenn er lediglich vorträgt, eine im Prospekt prognostizierte Entwicklung sei tatsächlich nicht eingetreten.

Fehlende Angaben zur Verpfändung des Wertpapierdepots als Prospektfehler

Hingegen bestätigte der BGH die Ansicht des Berufungsgerichts, wonach der Prospekt insoweit einen haftungsbegründenden Fehler aufwies, als darin Angaben zur Verpfändung des Wertpapierdepots an die darlehensgebende Bank fehlten: Im Prospekt wurde dem Anleger suggeriert, der Fonds könne zum Zwecke der Liquiditätssicherung jederzeit auf das Wertpapierdepot zugreifen und Papiere daraus veräußern. Tatsächlich war aber infolge der Verpfändung des Wertpapierdepots eine Veräußerung der Wertpapiere zur Schließung einer unerwartet auftretenden Liquiditätslücke nicht möglich.

Bedeutung für die Praxis

Beifall dürfte die Entscheidung des BGH, durch die die bisherige höchstrichterliche Rechtsprechung bestätigt wurde, insbesondere bei Fondsanbietern finden. Denn die Klarstellung, dass Anleger einen Schadensersatzanspruch aus Prospekthaftung im weiteren Sinne nicht allein auf die Behauptung stützen können, eine im Prospekt enthaltene Prognose sei tatsächlich nicht eingetreten, schafft Rechtssicherheit. Auf der anderen Seite wird durch das Erfordernis, dass Prognosen im Prospekt durch sorgfältig ermittelte Tatsachen gestützt und – aus ex ante-Sicht – vertretbar sein müssen, aber auch der Schutz der Anlegerinteressen in ausreichendem Maße gewährleistet. Dadurch wird etwa verhindert, dass der Fondsanbieter mit einer unrealistischen Renditeprognose im Prospekt für sein Produkt wirbt.

Daneben dürften die Ausführungen des BGH zur Anwendbarkeit der Vorteilsanrechnung im Rahmen eines Anspruchs aus Prospekthaftung für die Praxis von Interesse sein. Hierzu stellte der Senat klar, dass der (beklagte) Fondsanbieter im Wege der Zwischenfeststellungsklage nach § 256 Abs. 2 ZPO zumindest solche Ausschüttungen als Abzugsposten vom Schaden geltend machen könnte, die der Anleger nach Schluss der mündlichen Verhandlung in der Berufungsinstanz bis zum endgültigen Ausscheiden aus dem Fonds erlangt habe. Etwas anderes gilt lediglich für steuerliche Vorteile. Denn nach der ständigen Rechtsprechung des BGH scheidet aufgrund der gebotenen typisierenden Betrachtungsweise eine Vorteilsanrechnung bezogen auf steuerliche Vorteile, die der Anleger aus der Fondsbeteiligung erlangt hat, grundsätzlich aus, soweit die entsprechende Schadensersatzleistung ihrerseits der Besteuerung unterworfen ist.

EuGH: Grenzüberschreitende Umwandlung durch Verlegung des Satzungssitzes zulässig



Mit Urteil vom 12. Juli 2012 (Az: C-378/10 – VALE) hat der EuGH entschieden, dass auch grenzüberschreitende Umwandlungen durch Verlegung des Satzungssitzes grundsätzlich möglich sind.

Sachverhalt

Die VALE Costruzioni Srl., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung italienischen Rechts, hatte ihren Sitz nach Ungarn verlegt und war mit einem entsprechendem Hinweis im italienischen Handelsregister gelöscht worden. Bei Gründung der Nachfolger-GmbH ungarischen Rechts durch die Gesellschafter, die VALE Építési kft, lehnte das ungarische Handelsregister die Eintragung der italienischen GmbH als Rechtsvorgängerin ab, da eine Neugründung in Verbindung mit einer Sitzverlegung aus dem Ausland nicht als Umwandlung nach ungarischem Recht anzusehen sei. Der Oberste Gerichtshof Ungarns hat dem EuGH die Frage der Vereinbarkeit einer solchen Auffassung mit der europäischen Niederlassungsfreiheit nach Art. 49, 54 AEUV zur Entscheidung vorgelegt.

Status quo grenzüberschreitender Umwandlungen

Auf europäischer Ebene sind grenzüberschreitende Umwandlungen bislang nur für den Fall der Umwandlung in eine Europäische Gesellschaft (SE) durch grenzüberschreitende Verschmelzungen nach der SE-VO sowie der grenzüberschreitenden Verschmelzung von Kapitalgesellschaften nach der europäischen Verschmelzungsrichtlinie, umgesetzt in den §§ 122a bis 122l UmwG, normiert.

Kernaussagen des EuGH

Das Urteil des EuGH stellt nun klar, dass auch grenzüberschreitende Umwandlungen durch Verlegung des Satzungssitzes grundsätzlich möglich sind. Das europäische Recht stehe einer nationalen Regelung entgegen, die zwar für inländische Gesellschaften die Möglichkeit einer Umwandlung vorsieht, aber die Umwandlung einer dem Recht eines anderen Mitgliedstaats unterliegenden Gesellschaft in eine inländische Gesellschaft mittels Gründung der letztgenannten Gesellschaft generell nicht zulässt. Daher müssten nationale Regelungen Gesellschaften, die dem Recht eines anderen Mitgliedstaats unterliegen, eine Umwandlung in eine nationale Rechtsform in gleichem Maße gestatten wie nationalen Gesellschaften. Voraussetzung ist jedoch eine tatsächliche Ansiedlung der betroffenen Gesellschaft und die Ausübung einer wirtschaftlichen Tätigkeit im betreffenden Mitgliedstaat. Unabhängig davon findet nach dem Urteil des EuGH auf den Gründungsvorgang als Bestandteil der grenzüberschreitenden Umwandlung im Grundsatz das jeweilige nationale Umwandlungs- bzw. Gründungsrecht Anwendung.

Locked Box – weiterhin hohe M&A-Praxisrelevanz

Die Erfahrung aus Transaktionen der nahen Vergangenheit zeigt, dass das sog. Locked Box-Modell in der Praxis weiterhin von hoher Relevanz ist und nicht nur gerne von Private Equity-Gesellschaften auf Verkäuferseite vorgegeben, sondern häufig auch von Käufern akzeptiert wird.

Attraktiv ist die Vereinbarung eines festen Kaufpreises bei Unternehmen mit einer stabilen Geschäftsentwicklung. Darüber hinaus kommt ein fester Kaufpreis insbesondere bei einem relativ kurzen Zeitraum zwischen Signing und Closing und einem Signing in zeitlicher Nähe zum letzten Jahresabschluss in Betracht. In Auktionsverfahren kann die Attraktivität des Käuferangebots erhöht werden, wenn die vom Verkäufer regelmäßig verlangte Locked Box akzeptiert wird.

Wesentliche Elemente einer Locked Box-Regelung

Zu den wesentlichen Elementen einer Locked Box-Regelung gehören regelmäßig (i) die Bestimmung eines fixen Kaufpreises bereits bei Abschluss eines Unternehmenskaufvertrags (*Signing*), (ii) eine feste Verzinsung des Kaufpreises zwischen dem wirtschaftlichen Abgrenzungstichtag (Referenzstichtag; *Effective Date*) und dem Übertragungstichtag (*Closing*), (iii) Zusicherungen (insbesondere *No Leakage-Covenants*) des Verkäufers für die Zeit zwischen Signing und Closing, dass bestimmte Maßnahmen gerade nicht oder weiterhin durchgeführt werden und (iv) die Absicherung der Bewertungsannahmen zum Signing durch entsprechende Garantieverprechen.

Im Hinblick auf die Frage, ob ein Käufer die Vereinbarung einer Locked Box akzeptieren sollte, sind aus Sicht des Käufers insbesondere folgende Aspekte zu berücksichtigen:

Mögliche Vorteile der Locked Box

Für den Käufer bietet das Locked Box-Modell den Vorteil, dass ihm der von der Zielgesellschaft zwischen dem Referenzstichtag und Closing etwaig erzielte Gewinn und Zugang von Zahlungsmitteln zusteht. Zudem ist im Vergleich zum Modell der Kaufpreisanpassung zum Closing die Vereinbarung eines festen Kaufpreises weniger komplex und weniger streitanfällig. Insbesondere werden Aufwand und Unwägbarkeiten der Erstellung einer Abgrenzungsbilanz (*Transfer Balance Sheet; Closing Accounts*) sowie der Ausgang von etwaigen streitigen Verfahren in

diesem Zusammenhang vermieden. Daneben ist für den Käufer die Höhe des Kaufpreises bereits zum Signing bekannt, was im Hinblick auf eine mögliche Finanzierung des Kaufpreises von erheblichem Vorteil sein kann.



Mögliche Nachteile der Locked Box

Der Vorteil der Einfachheit wird allerdings ein Stück weit durch gewisse Risiken geschmälert. Denn auch bei genauer Formulierung der vertraglichen Klauseln über die Fortführung der Zielgesellschaft seit dem Bilanzstichtag sowie zu verbotenen Wertabflüssen (sog. *No Leakage-Klauseln*) kann nicht vollständig verhindert werden, dass sich der Zustand der Zielgesellschaft zum Closing gegenüber demjenigen zum letzten Bilanzstichtag (negativ) verändert. Der Käufer trägt daher das Risiko einer Fehleinschätzung zum Beispiel der Cash/Working-Capital-Entwicklung zwischen dem Referenzstichtag und dem Closing. Darüber hinaus stellt sich das Problem der rechtzeitigen Entdeckung von etwaigen Verstößen z.B. gegen die *No Leakage-Verhaltenspflichten* (die ggf. als Kaufpreisanpassung zum Closing geltend gemacht werden könnten) sowie einer Absicherung von Schadensersatzansprüchen aus entsprechenden Verstößen, die erst nach dem Closing entdeckt werden (Kaufpreiseinbehalt/Escrow, insbesondere bei Verkäufern, die selbst über kein weiteres Vermögen verfügen). Mit der Chance auf die von der Zielgesellschaft zwischen dem Referenzstichtag und dem Closing erwirtschafteten Gewinne und Zugänge von Zahlungsmitteln korrespondiert also ein entsprechendes Risiko des Käufers, welches im Einzelfall sorgfältig abzuwägen ist.

Übernahmerecht: Maßnahmen gegen Creeping-in angekündigt

Am 28. Juni 2012 veröffentlichte die EU Kommission ihren Bericht über die Anwendung der Übernahmerichtlinie 2004/25/EG und die dem zu Grunde liegende Studie von Marccus Partners. In dem Bericht äußerte sich die Kommission kritisch zu *Creeping-in*-Übernahmeangeboten. Ein bekanntes Beispiel für *Creeping-in* ist vor allem die Übernahme des Hochtief-Konzerns durch die spanische ACS. Aber auch der Erwerb der Postbank durch die Deutsche Bank im Jahre 2009 wies einige Charakteristika von *Creeping-in* auf.

Grundsätzliche Struktur eines *Creeping-in*-Übernahmeangebots

Mit *Creeping-in* bzw. *Low-balling* bezeichnet man die Strukturierung von Übernahmen börsennotierter Gesellschaften, bei denen zunächst knapp unter 30% der Aktien erworben werden. Die Kontrollschwelle von 30% wird dann im Zuge eines preislich unattraktiven freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots nur knapp überschritten. Damit ist kein Pflichtangebot mehr abzugeben und der Bieter kann weitere Aktien über die Börse zu günstigen Kursen zukaufen (vgl. Art. 5 Abs. 2 der Übernahmerichtlinie, § 35 Abs. 3 WpÜG). Derartige Transaktionsgestaltungen sind für Bieter interessant, weil sie die Anteilsaufstockung kostengünstiger und flexibler macht.

Kritik an *Creeping-in*-Übernahmeangeboten

Creeping-in ist in der Öffentlichkeit zum Teil stark kritisiert worden, weil dadurch der mit dem Pflichtangebot beabsichtigte Schutz der Minderheitsaktionäre umgangen werde: Die Gegenleistung sei unfair, weil der Bieter für das Übernahmeangebot (und auch für den nachfolgenden Erwerb der Stimmrechtsmehrheit über die Börse) für die außen stehenden Aktionäre ungünstige Börsenkurse ausnutze und ihnen ihren Anteil an der Kontrollprämie vorenthalte. Vor diesem Hintergrund gab es bereits im Jahr 2010 einen Gesetzesentwurf der SPD Fraktion (BT Drucks. 17/3481), nach dem Pflichtangebote auch dann eingreifen sollten, wenn der Bieter binnen zwölf Monaten nach Kontrollerwerb mindestens 2% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft hinzugewirbt.

EU-Kommission plant Maßnahmen gegen *Creeping-in*

In diese Richtung äußert sich jetzt auch die EU Kommission (insb. Tz. 25 des Berichts). Sie sieht in *Creeping-in* eine Umgehung der Pflichtangebotsvorschriften, da den Minderheitsaktionären die Gelegenheit zum Verlassen der Gesellschaft und zur Teilhabe am Minderheitsabschlag



genommen werde. Die Kommission hat angekündigt, geeignete Schritte gegen *Creeping-in* zu ergreifen. Als mögliche Regelungen kämen etwa zusätzliche Schwellenwerte für Pflichtangebote ab Überschreiten der Kontrollschwelle von 30% in Betracht oder eine auflösende Bedingung von Übernahmeangeboten durch das Erreichen der Stimmrechtsmehrheit von 50%.

Erste Einschätzung der möglichen Neuregelungen

Durch die beabsichtigte Neuregelung wird *Creeping-in* nicht verhindert, da die Kontrollschwelle nach wie vor mit einem Mindestangebot überschritten werden kann, das die Kontrollprämie nicht berücksichtigt. Der Bieter kann (und wird) lediglich vom Erwerb weiterer Aktien bzw. der Stimmrechtsmehrheit absehen. Wirtschaftlich sinnvolle Konzepte könnten so durch (teure) zusätzliche Pflichtangebote verhindert werden. Schließlich steht dem Minderheitsaktionär immer die Möglichkeit des Exit über die Börse zur Verfügung. Damit kommt dem Exit-Preis entscheidende Bedeutung beim Minderheitenschutz zu. Aber auch die Börsenpreisbildung wird durch zusätzliche Pflichtangebote nicht effizienter. Daher sind die Vorstöße der Kommission letztlich nicht überzeugend und es bleibt zu hoffen, dass es nicht zu der skizzierten Neuregelung kommen wird.

Der Bericht der EU Kommission sowie die externe Studie sind abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_de.htm

Steuerfreiheit der Kapitalerträge für Streubesitzbeteiligungen auf dem Prüfstand

Am 6. Juli 2012 veröffentlichte der Bundesrat seine Stellungnahme zum Regierungsentwurf des Jahressteuergesetzes 2013 (BR-Drucks. 302/12). Hiernach sollen unter anderem Dividenden und Veräußerungsgewinne, die eine in Deutschland steuerpflichtige Körperschaft aus Beteiligungen von unter 10% an anderen Körperschaften (sog. Streubesitzbeteiligungen) erzielt, vollständig der Körperschaftsteuer (zzgl. Solidaritätszuschlag) mit einem Steuersatz in Höhe von 15,825% unterliegen. Der Vorschlag des Bundesrates ist eine Reaktion auf das Urteil des EuGH vom 20. Oktober 2011 (Az.: C-284/09), welches die deutsche Besteuerung von Dividenden aus Streubesitzbeteiligungen für europarechtswidrig erklärt.

Veräußerungsgewinne sollen auch Gewerbesteuer unterliegen

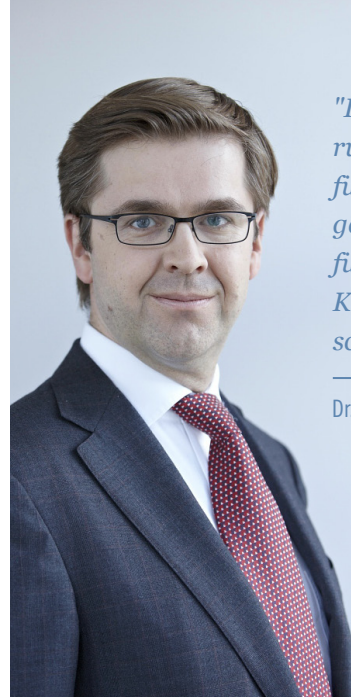
Es ist unter anderem zu beachten, dass nach dem Vorschlag des Bundesrates Veräußerungsgewinne aus Streubesitzbeteiligungen in Zukunft nicht nur in voller Höhe körperschaftsteuerpflichtig sind, sondern auch der Gewerbesteuer (mit einem Steuersatz von ca. 7-17%) unterliegen sollen. Bei Dividendenerträgen soll die Gewerbesteuerfreiheit weiterhin von einer Mindestbeteiligung an der ausschüttenden Körperschaft in Höhe von 15% abhängig sein.

Eingeschränkte Verlustberücksichtigung

Die Verwendung von Betriebsausgaben und Verlusten aus Streubesitzbeteiligungen soll im Rahmen eines eigenen Verrechnungskreises eingeschränkt sein. Danach können Ausgaben und Verluste nur mit Erträgen aus Streubesitzbeteiligungen verrechnet werden. Sollten die Erträge für eine Verrechnung nicht ausreichen, dürfen die verbliebenen Ausgaben bzw. Verluste in das nächste Veranlagungsjahr vorgetragen werden.

Rückwirkung auf Veranlagungsjahr 2012 geplant

Die neue Regelung soll – ohne Schutz für Altfälle – bereits für das Veranlagungsjahr 2012 gelten. Folglich wären alle Dividendenerträge und Veräußerungserlöse aus Streubesitzbeteiligungen im Veranlagungsjahr 2012 vollständig steuerpflichtig. Dieses rückwirkende Inkrafttreten könnte jedoch verfassungsrechtlich problematisch sein.



"Die beabsichtigte Besteuerung der Kapitalerträge für Streubesitzbeteiligungen ist systemwidrig und führt zu einer erheblichen Komplexität in der praktischen Anwendung."

Dr. Johannes Frey

Ausblick

Das Gesetzgebungsverfahren für das Jahressteuergesetz 2013 ist noch nicht abgeschlossen. Daher ist es derzeit offen, ob der Vorschlag des Bundesrates Gesetz wird. Jedoch steht der deutsche Steuergesetzgeber aufgrund des EuGH-Urteils vom 20. Oktober 2011 unter einem gewissen Druck, die bestehende Dividendenbesteuerung in Deutschland zu verschärfen.

Den Regierungsentwurf des Jahressteuergesetzes 2013 finden Sie unter: [http://www.bundesrat.de/cln_235/SharedDocs/Drucksachen/2012/0301-400/302-12_28B_29,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/302-12\(B\).pdf](http://www.bundesrat.de/cln_235/SharedDocs/Drucksachen/2012/0301-400/302-12_28B_29,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/302-12(B).pdf)

Die Auswirkungen des Urteils des EuGH haben wir bereits in unserer Mandanteninformation vom 21. Oktober 2011 dargestellt. Diese Mandanteninformation ist abrufbar unter: <http://www.shearman.com/files/Publication/2999fe31-a8d3-43cb-b4e2-d8428d47a8bb/08d1ccf1-47c1-458a-8943-2323682068ff/Presentation/PublicationAttachment/bdoae5b1-15f6-4475-8ed1-de9c510e62d3/CP%20Deutsche%20Dividendenbesteuerung%20verletzt%20Gemein.pdf>

Reform des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes beschlossen

Der Bundestag hat am 27. Juni 2012 das Gesetz zur Reform des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes (KapMuG-E) beschlossen (BT-Drucks. 17/10160), das am 1. November 2012 in Kraft treten soll. Die endgültige Fassung des KapMuG-E enthält gegenüber dem Referentenentwurf, der durch den Regierungsentwurf (BT-Drucks. 17/8799) nur geringfügig geändert wurde, zahlreiche Änderungen, die nicht zuletzt auf die sehr unterschiedliche Beurteilung von Praxis und Wissenschaft hinsichtlich des Erfolgs bzw. Misserfolgs des bestehenden KapMuG zurückzuführen sein dürften. Neben den kritischen Stellungnahmen seitens des Schrifttums und der Verbände wurde die Zukunft des KapMuG auch in der öffentlichen Anhörung des Rechtsausschusses des Deutschen Bundestags kontrovers diskutiert.

Erweiterung des Anwendungsbereichs

Neben Detailregelungen zur Beschleunigung des Musterverfahrens wird der sachliche Anwendungsbereich des KapMuG auch auf Streitigkeiten ausgedehnt, die lediglich einen mittelbaren Bezug zu öffentlichen Kapitalmarktinformationen aufweisen. Dies ist etwa der Fall, wenn Anlageberater oder Anlagevermittler im Rahmen des Beratungsgesprächs vermeintlich fehlerhafte öffentliche Kapitalmarktinformationen (z.B. Verkaufsprospekte) verwenden.

Implementierung eines gerichtlich genehmigten Vergleichs

Kernstück des reformierten KapMuG bildet weiterhin die Einführung eines gerichtlich genehmigten Vergleichs zur Beendigung des Musterverfahrens. Anlass hierzu war der Umstand, dass nach derzeitiger Gesetzeslage der Abschluss eines Vergleichs nahezu unmöglich ist, da einer entsprechenden Verfahrensbeendigung alle Beteiligten (Musterkläger, -beklagte und alle Beigeladenen) zustimmen müssten (§ 14 Abs. 3 Satz 2 KapMuG). Es ist daher zu begrüßen, dass der Gesetzgeber die Möglichkeiten, im Musterverfahren einen Vergleich zu schließen, durch besondere Bestimmungen vereinfacht.



Wesentliche Änderungen gegenüber dem Referenten- und Regierungsentwurf

Zu den wesentlichen Änderungen gegenüber dem Referenten- und Regierungsentwurf zählt, dass das KapMuG entgegen der ursprünglichen Planung erneut befristet wurde, vermeintlich Geschädigte nicht zwingend eine Klage erheben müssen, um die Verjährung ihrer möglichen Ansprüche zu hemmen (sog. einfache Teilnahme) sowie die Einführung eines gesetzlich vorgesehenen Quorums als Wirksamkeitsvoraussetzung für den neu eingeführten gerichtlich genehmigten Vergleich.

Ausführliche Hinweise zur Reform des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes finden Sie in unserer Mandanteninformation vom 30. Juli 2012, abrufbar unter: http://www.shearman.com/de/update_reform_des_kapitalanleger-musterverfahrensgesetzes-30-07-2012/

Als Ansprechpartner stehen Ihnen gerne zur Verfügung:



Dr. Bodo Bender
+49.69.9711.1660
bbender@shearman.com



Winfried Carli
+49.89.23888.2607
wcarli@shearman.com



Dr. Hans Diekmann
+49.211.17888.818
hdiekmann@shearman.com



Dr. Andrea Eggenstein
+49.69.9711.1619
aeggenstein@shearman.com



Dr. Johannes Frey
+49.89.23888.2675
jfrey@shearman.com



Dr. Esther Jansen
+49.69.9711.1621
ejansen@shearman.com



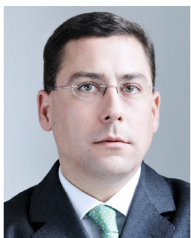
Dr. Roger Kiem
+49.69.9711.1672
rkiem@shearman.com



Dr. Thomas König
+49.69.9711.1618
tkoenig@shearman.com



Dr. Alfred Kossmann
+49.211.17888.719
akossmann@shearman.com



Dr. Martin Neuhaus
+49.211.17888.903
mneuhaus@shearman.com



Marc O. Plepelits
+49.69.9711.1620
mplepelits@shearman.com



Dr. Markus S. Rieder
+49.89.23888.2615
mrieder@shearman.com



Dr. Harald Selzner
+49.211.17888.909
hselzner@shearman.com



Reinhard Stockum
+49.69.9711.1652
rstockum@shearman.com



Georg F. Thoma
+49.211.17888.819
gthoma@shearman.com



Rainer Wilke
+49.211.17888.717
rwilke@shearman.com