



Dreiecksfusionen und die Skepsis gegenüber ausländischen Investoren

Horch, was kommt von draußen rein?

Von Mikio Tanaka

Man spricht von einer Dreiecksfusion, wenn einer Gesellschaft bei ihrer Verschmelzung nicht die Aktien des übernehmenden Rechtsträgers, sondern die der Muttergesellschaft des übernehmenden Rechtsträgers als Gegenleistung ausgehändigt werden. Die Revision des Gesellschaftsgesetzes 2006 hatte zum Ziel, die Restrukturierung von Unternehmen zu beschleunigen und verschiedene Optionen zur Verfügung zu stellen, die diesen Vorgang erleichtern sollen. Zu diesem Zweck wurden im Gesellschaftsgesetz erstens der verstärkte Ausbau des Systems zur vereinfachten Restrukturierung und zweitens eine Erweiterung der Gegenleistungen eingeführt. Dreiecksfusionen wurden im Rahmen dieser im Gesellschaftsgesetz eingeführten Flexibilisierung erst möglich.

Erweiterung der Gegenleistungen

Das Gesellschaftsgesetz beschränkt die Gegenleistung an den Aktionär der erloschenen Gesellschaft nicht mehr prinzipiell, wie im ehemaligen Handelsgesetzbuch, auf die Aktien des übernehmenden Rechtsträgers, sondern erlaubt nun im weitem Sinne „Geld und andere Vermögen“ einzusetzen (Gesellschaftsspaltung sowie Aktienumtausch wurden ebenfalls neu geregelt, doch werden diese Aspekte in diesem Artikel nicht behandelt). Allerdings wird diese Flexibilisierung nur auf

die Umwandlung durch Aufnahme der bestehenden Gesellschaft beschränkt, und wird im Falle einer Verschmelzung zur Neugründung, bei der die Umwandlung durch eine Neugründung der Gesellschaft vollzogen wird, nicht anerkannt.

In Folge dieser Flexibilisierung dürfen nun die Gegenleistungen in Form von „Geld und anderem Vermögen“ erfolgen, und somit sind also sowohl Aktien als auch Bargeld, Schuldverschreibungen und das Bezugsrecht für neue Aktien erlaubt. Die Verschmelzungen, bei denen Geld als Gegenleistung erbracht werden, werden „cash-out merger“ genannt, und in diesen Fällen kauft der übernehmende Rechtsträger die Aktien der erloschenen Gesellschaft mit Bargeld, so dass ein Ausschluss von Minderheitsaktionären (squeeze-out) erfolgt. Diese Methode wird in Fällen eingesetzt, in denen der übernehmende Rechtsträger bei der Verschmelzung durch Aufnahme die Zusammensetzung der Aktionäre beibehalten will. Ferner gibt es Fälle, in denen der übernehmende Rechtsträger A1 mit der Gesellschaft B eine Verschmelzung durch Aufnahme vollziehen will, ohne die Geldmittel einzusetzen, die er zur Hand hat, und ohne die Zusammensetzung der Aktionäre von A1 zu verändern. In diesem Fall kann A1 die Aktien von der Muttergesellschaft A2 als Gegenleistung aushändigen. Dann liegt eine Dreiecks-

fusion vor. Wenn A1 eine 100-prozentige Tochtergesellschaft von A2 ist, kann dieses Verhältnis beibehalten werden. Die Aktionäre von B werden zwar die Aktionäre von A2, doch wenn der Gesamtaktienpreis von A2 den Kaufpreis erheblich übersteigt, ergibt sich daraus keinerlei Einfluss auf den Betrieb von A2.

Da Dreiecksfusionen eine Form der Verschmelzung sind, unterliegen sie grundsätzlich den Vorschriften, die Verschmelzungen betreffen, wie etwa der Abschluss eines Verschmelzungsvertrages, die Aufbewahrung der wichtigen Dokumente in der Hauptstelle, das Gläubigerschutzverfahren und der Beschluss der Aktionärsversammlung. Allerdings gibt es einige Unterschiede, wie zum Beispiel die erforderliche Mehrheit je nach Aktienart. Bezüglich des Grundsatzes, dass eine Tochtergesellschaft nicht die Aktien der Muttergesellschaft behalten darf, ist es A1 bei einer Dreiecksfusion erlaubt, die Aktien von A2, soweit sie für die Durchführung einer Dreiecksfusion erforderlich sind, erst einmal zu erwerben und zu behalten.

Niedrige Marktkapitalisierung

Der größte Unterschied jedoch ist, dass nur die Inkraftsetzung der Vorschriften bezüglich der Flexibilisierung der Gegenleistungen um ein Jahr verschoben wurde. Der Grund hierfür liegt in der Tatsache, dass auch Aktien ausländischer Muttergesellschaften als Gegenleistung erlaubt sind. Es wurden starke Befürchtungen geäußert, dass japanische Unternehmen, deren Marktwerte tendenziell unter ihrer wirtschaftlichen Substanz liegen, von europäischen und amerikanischen Unternehmen, deren Marktkapitalisierung erheblich höher ist – oder sogar von rasant wachsenden Unternehmen aus China oder Russland – durch Dreiecksfusion von 100-prozentigen Tochtergesellschaften in Japan ohne Unterlass aufgekauft werden könnten. Diese Befürchtungen sind so zu verstehen, dass in dem übertriebenen Wettbewerb, der aufgrund des am Marktanteil orientierten Geschäftsstils besteht, sowie durch die typischen und geschlossenen Gewohnheiten auf dem japanischen Markt, und auch aufgrund der Verabredungen unter Bietern, wie sie bei traditionell ausgerichteten japanischen Unternehmen in einigen Industriesegmenten leider noch üblich sind, ihre Aktienpreise allgemein gegenüber den durch starke Konkurrenzkämpfe abgehärteten europäischen

und amerikanischen Unternehmen tendenziell niedriger sind. Zum Beispiel ist die Marktkapitalisierung von Takeda Pharmaceutical Co. Ltd., dem größten japanischen Pharmaunternehmen, nur ein Drittel so hoch wie die von Pfizer, die Marktkapitalisierung von Matsushita Electric Industrial Co., Ltd. macht gar nur ein Siebtel von General Electric aus.

Sicherlich kann eine Gesellschaft mit einer hohen Marktkapitalisierung eine Gesellschaft mit niedriger Marktkapitalisierung, unter günstigen Bedingungen kaufen, ohne sich über Finanzierungsmaßnahmen den Kopf zu zerbrechen, wenn sie über ihre Tochtergesellschaft die Dreiecksfusions-Methode verwendet. Die Befürchtung jedoch, dass die japanischen Unternehmen von ausländischen Investoren regelrecht aufgesogen werden könnten, ist ein logischer Sprung. Denn aufgrund der Tatsache, dass Dreiecksfusionen per Definition eine Verschmelzung sind, können Prozeduren wie zum Beispiel der Abschluss eines Verschmelzungsvertrags nicht unter Zwang vollzogen werden.

Angst vor „schwarzen Schiffen“

Dennoch sind die Ängste und Befürchtungen der japanischen Industriewelt, dass solche Fälle, in denen sich ausländisches Kapital mit Hilfe von Dreiecksfusionen japanischer Unternehmen bemächtigt, Überhand nehmen könnten, sehr groß, und wird mit dem „Angriff der schwarzen Schiffe“ verglichen. Diese Metapher steht für die geschichtliche Begebenheit von 1853, als Washington den US-amerikanischen Seeoffizier Matthew C. Perry mit vier schwarzen Kriegsschiffen losschickte, die feudalistische Shogunats-Regierung mit Kanonen zu bedrohen, um Japan dazu zu zwingen, seine Isolationspolitik aufzugeben. Ein Jahr später kam Perry mit einer noch größeren Flotte wieder. Seitdem befindet sich die stärkste Oppositionspartei Japans in Washington.

Nach einer heftigen Debatte gewährte die japanische Regierung den japanischen Unternehmen ein Jahr Aufschub, und schaffte somit die Gelegenheit, in dieser Zeit gegen feindliche Übernahmen Schutzmaßnahmen einzuführen, wie zum Beispiel die „poison pills“ (Giftpille-Aktien) oder die goldene Aktie (das Gesellschaftsgesetz erlaubt, dass auch die börsennotierte Aktiengesellschaft den Aktien, die beim Übernahmeverhältnis ein Veto-Recht gegenüber dem Beschluss der Aktionärs-

versammlung besitzen, eine Beschränkung auf Übertragbarkeit aufzuerlegen).

Feindliche Übernahmen und Livedoor

Der Livedoor-Fall im Jahre 2005 war der Anlass, der die Skepsis und Feindseligkeit gegenüber ausländischem Kapital oder westlichem Geschäftsstil zum Entflammen brachte, und zu dem einjährigen Aufschub der Vorschriften zur Erweiterung der Gegenleistungen führte. In diesem Fall wäre es dem aufstrebenden IT-Unternehmen Livedoor fast gelungen, den Sender Nippon Broadcasting, der traditionelle Fernsehsender besitzt, durch eine feindliche Übernahme zu erkaufen. Der Versuch schlug fehl und endete mit der Verhaftung des Firmenchefs Horie. Das von Horie in seiner Studienzeit gegründete Unternehmen Livedoor hatte durch sein rasantes Wachstum überrascht. Die damalige Marktkapitalisierung war sogar mit dem traditionellen, gigantischen Unternehmen Hitachi vergleichbar. Seine Jugendlichkeit und die öffentliche Kritik an der traditionellen Autorität (Hories Aussage „Eine Gesellschaft, die nicht will, dass ihre Aktien durch einen Unbekannten gekauft werden, sollte einfach keine Börsennotierung vornehmen“, wurde trotz ihrer rechtlichen Korrektheit stark verurteilt) rief eine Skepsis der Industriewelt gegenüber dem Andersartigen hervor, und somit auch gegenüber dem ausländischen Kapital. Wegen einer geschönten Bilanz, einem Vergehen, das normalerweise nicht einmal angeklagt werden würde, wurde Präsident Horie festgenommen und verurteilt. Das Gericht verkündete am 17. März eine Freiheitsstrafe von zweieinhalb Jahren mit sofortiger Inhaftnahme; ein fast unvorstellbar strenges Urteil. Zudem wurde die Börsennotierung von Livedoor aufgehoben. Als unmittelbar danach ans Tageslicht kam, dass Nikko Cordial Securities Inc. seine Bilanz um 14 bis 18 Milliarden Yen (circa 85 bis 110 Millionen Euro) geschönt hatte (während die Bilanzfraktur bei Livedoor lediglich 1,58 Milliarden Yen oder 9,6 Millionen Euro betrug), und dann später auch noch eine Schuldverschreibung von 50 Milliarden Yen (circa 300 Millionen Euro) ausstellte, wurde niemand festgenommen, und es gab auch keine Aufhebung der Börsennotierung. Sowohl die Tatsache, dass in dem Urteil über eine sofort anzutretende Bestrafung gegen Horie folgende Formulierung zu finden ist: „er besteht auf seiner Unschuld und zeigt keine Anzeichen von Reue“, als

auch die merkwürdige Erklärung in einem Artikel, dass im Gegensatz zu Livedoors geschönter Bilanz, die dem Zweck der Vergrößerung des Unternehmens dienen sollte, die Bilanzfälschung von Nikko Cordial den Zweck hatte, die Firma zu schützen, sind anschauliche Beispiele dafür, welche starke „Allergie“ eine solche andersartige Unternehmenskultur auslöst, die traditionelle Gewohnheiten und Autoritäten in Frage stellt. Der Fall sollte keineswegs unterschätzt werden, wenn man sich vorstellt, was passieren würde, wenn jemand ein japanisches Unternehmen anhand von Mitteln, die gegen die traditionellen Gewohnheiten verstoßen, aber rechtlich korrekt sind, eine feindliche Übernahme vollzieht, obwohl das Unternehmen – die Geschäftsführung, um genauer zu sein – mit aller Kraft dagegen ankämpft.

Ferner ist es wichtig zu bemerken, dass es in Japan im Gegensatz zur EU-Übernehmerichtlinie keine allgemeine Vorschrift gibt, die eine Neutralitätsverpflichtung der Leitungs- oder Verwaltungsorgane vorgibt. So wird eine einstweilige Verfügung höchstens dann anerkannt, wenn zum Beispiel die Ausstellung einer neuen Aktie zum Schutz der Betriebsleitung erfolgt, und somit ein „außerordentlich ungerechter“ Fall vorliegt.

Zum Zeitpunkt der Annahme der Aktien von A2 wird als Gegenleistung ein Aufschub für die Steuerabgaben bewilligt, ausgenommen dem Fall, dass A1 eine Scheinfirma ist und keine reale Betriebsituation besitzt. Zeitgleich mit der Verbotsaufhebung von Dreiecksfusionen wurden vom Standpunkt der Sicherheitsgarantie und um die Weitergabe von Spitzentechnologien zu vermeiden, die Betriebsarten, welche von der devisenrechtlichen Voranmeldungspflicht an die Regierung betroffen sind, erweitert.

KONTAKT

**Mikio Tanaka,
Rechtsanwalt
(Zulassung Japan)
Partner bei City-
Yuwa Partners, Tokyo**



mikio.tanaka@city-yuwa.com
Tel: +81 (0)3 6212 5500
German Practice: www.city-
yuwa.com/en/firm/image/
GermanPractice.pdf