

**Fortsetzung der Gesellschaftsrechtsreform in Japan im Jahre 2007:
Neuregelungen zur Dreiecksfusion,
zum Übernahmeangebot und zum Aktientausch**

*Thomas Witty**

- I. Einleitung
- II. Dreiecksfusion
- III. Aktientausch
- IV. Öffentliches Übernahmeangebot

I. EINLEITUNG

Die japanische Gesellschaftsrechtsreform galt mit In-Kraft-Treten des neuen Gesellschaftsgesetzes zum 1. Mai 2006 im Wesentlichen als abgeschlossen (siehe ZJapanR Heft 23). Ein wichtiger Teil des geplanten Reformwerkes war jedoch unerledigt geblieben. Dies betraf verschiedene Neuregelungen zum Unternehmenskauf und der Dreiecksfusion, die insbesondere beim japanischen Industrieverband (*Keidanren*) auf unerwartet starken Widerstand gestoßen waren und deshalb einer gesonderten Diskussion und Verabschiedung vorbehalten blieben. Diese Regelungen traten zum 1. Mai 2007, also mit einjähriger Verspätung, in Kraft.

Seither ist es, entgegen der Befürchtung des *Keidanren*, nicht zu einer maßgeblichen Zunahme von (feindlichen) Übernahmen japanischer Unternehmen durch ausländische Investoren gekommen. Die seinerzeit massiv vorgetragene Kritik hatte den Zweck der Neuregelungen zur Dreiecksfusion grundsätzlich verkannt, da diese lediglich der Schaffung einer weiteren Gestaltungsmöglichkeit für grenzüberschreitende Transaktionen dienten, die für feindliche Übernahmen kaum relevant war. Nichtsdestoweniger sahen sich die europäischen und amerikanischen Handelsvertretungen zur grundlegenden Aufklärung über Inhalt und Ziele der geplanten Neuregelung gezwungen, um zu verhindern, dass sich die Regierung von der Reform unter dem Druck des *Keidanren* abbringen ließe. Damit blieb die Dreiecksfusion in der öffentlichen Diskussion das zentrale Thema des zweiten Teils der Gesellschaftsrechtsreform, obwohl die neuen Artikel 783 und 800 des japanischen Gesellschaftsgesetzes die Dreiecksfusion nicht explizit, sondern nur als einen von mehreren gesellschaftsrechtlichen Umwandlungsfällen behandeln,

* Referat anlässlich des 4. Rechts- und Steuertages Japan am 10. Mai 2007 in Düsseldorf.

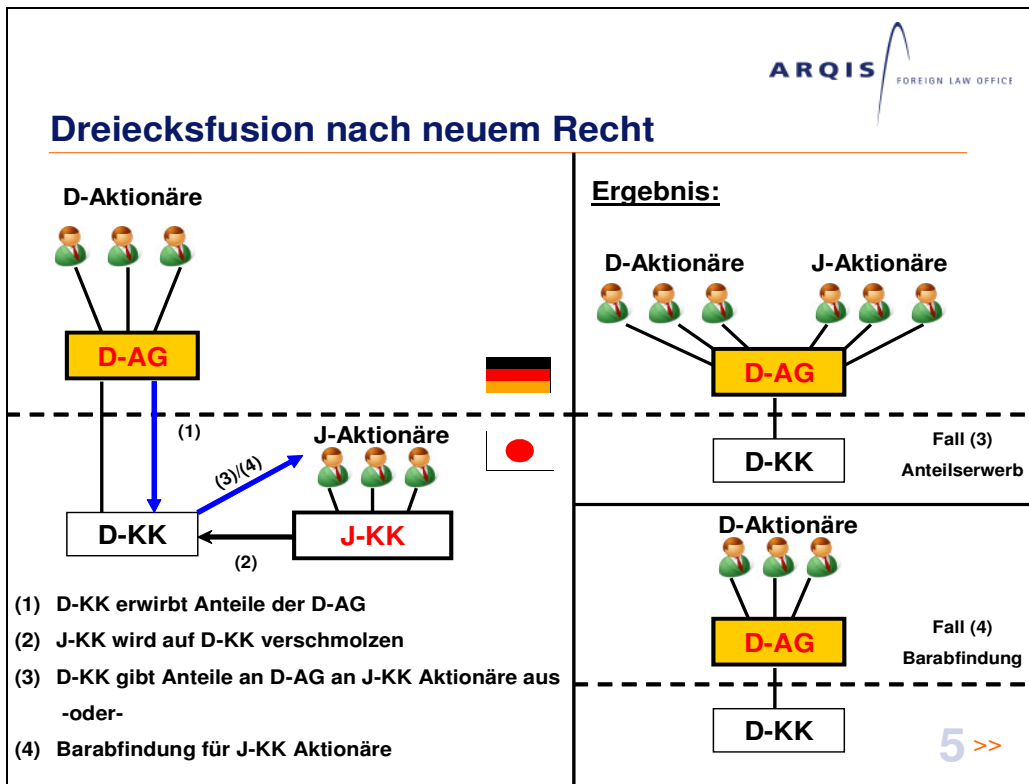
Die im Zusammenhang mit feindlichen Übernahmen weitaus bedeutsameren Neuregelungen zum öffentlichen Übernahmeangebot waren bereits im Dezember 2006 im Rahmen einer Novelle des Wertpapiergesetzes ohne größere Diskussion in der Öffentlichkeit in Kraft getreten. Das in der Praxis der Fusionen und Übernahmen in Japan bisher wenig relevante Rechtsgebilde der Dreiecksfusion verdankt seine Beachtung in der Öffentlichkeit daher vor allem einer fehlgeleiteten Einschätzung des *Keidanren* und der daraus resultierenden Diskussion.

II. DREIECKSFUSION

Von einer Dreiecksfusion ist die Rede, wenn an der Fusion des aufnehmenden und untergehenden Unternehmens ein drittes Unternehmen, typischerweise die Tochtergesellschaft eines dieser beiden Unternehmen, beteiligt ist. Diese Fusionsform setzt voraus, dass als Gegenleistung für den Erwerb von Anteilen an der Zielgesellschaft Anteile der erwerbenden Gesellschaft eingesetzt werden können, die über die Tochtergesellschaft an die Aktionäre der Zielgesellschaft ausgegeben werden. Dies war bis zum 1. Mai 2007 für ausländische Unternehmen nicht möglich, da die Gegenleistung bei Fusionen auf Wertpapiere der aufnehmenden inländischen (japanischen) Gesellschaft beschränkt war. Bis dahin konnten daher nur Anteile an einer japanischen Gesellschaft, nicht aber an deren ausländischer Muttergesellschaft als Gegenleistung eingesetzt werden.

Durch die Novelle des Gesellschaftsgesetzes zum 1. Mai 2007 wurde die Gegenleistung erstmals auf „Bargeld und sonstiges Vermögen“ erweitert, womit auch Wertpapiere der in- und ausländischen Muttergesellschaft der aufnehmenden Gesellschaft erfasst waren. Erst hierdurch können seither Aktien einer ausländischen Erwerbsgesellschaft unter bestimmten Bedingungen für Umwandlungsvorgänge, wie Fusion, Aktientausch oder Spaltung zur Aufnahme eingesetzt werden. Eine direkte Fusion zwischen einem ausländischen und einem japanischen Unternehmen ist nach wie vor nicht zulässig. Vielmehr ist die Fusion der japanischen Zielgesellschaft nur mit einer japanischen Erwerbsgesellschaft möglich, aber durch die Erweiterung der Gegenleistung um Wertpapiere der ausländischen Muttergesellschaft im Rahmen der Dreiecksfusion können nun auch ausländische Anteile für einen solchen Erwerb eingesetzt werden.

Schaubild 1



Eine ausländische Erwerbsgesellschaft kann somit eigene Anteile an die Aktionäre der japanischen Zielgesellschaft als Gegenleistung ausgeben und/oder diese durch Barabfindung entschädigen, um sodann die japanische Zielgesellschaft auf ihre japanische Tochtergesellschaft zu verschmelzen. Dieser Erweiterung der Fusionsmöglichkeiten für ausländische Unternehmen stehen allerdings einige praktische und rechtliche Hindernisse entgegen, die die tatsächliche Umsetzung erschweren.

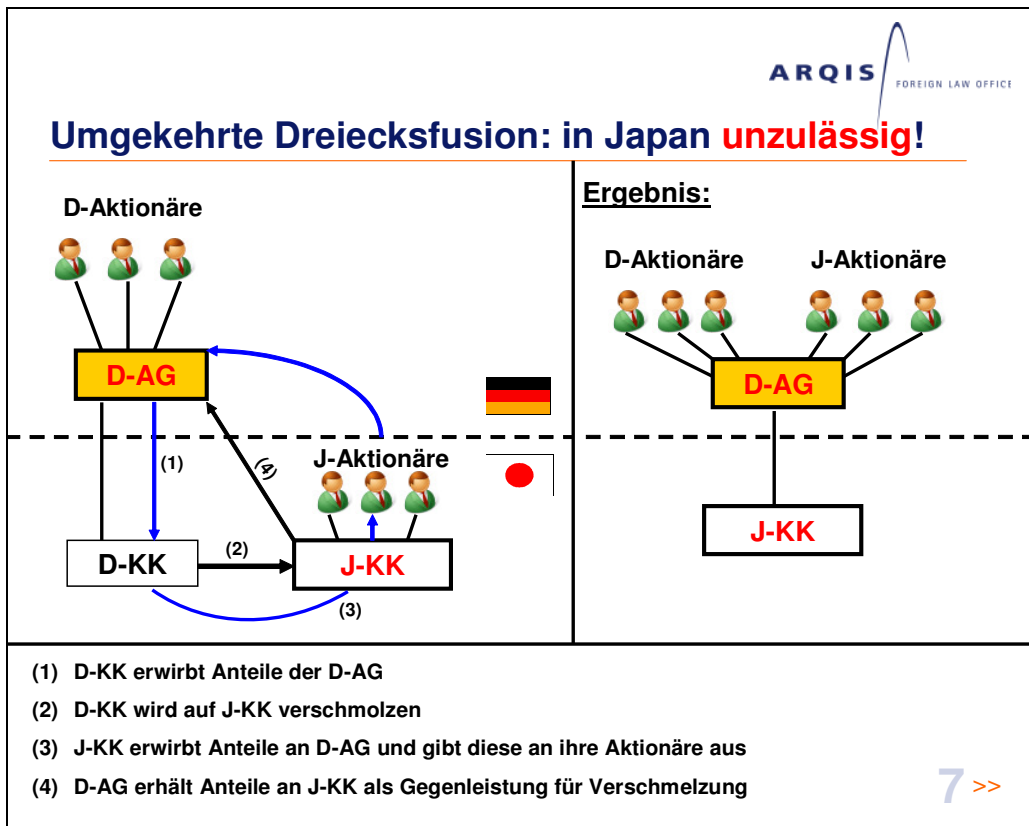
Während die Barzahlung an die Aktionäre der übernommenen Gesellschaft grundsätzlich keinen Beschränkungen unterliegt, können die Anteile der Muttergesellschaft als Gegenleistung an die Aktionäre der untergehenden Gesellschaft nur von der Tochtergesellschaft der ausländischen Muttergesellschaft ausgegeben werden. Dies setzt voraus, dass zunächst die aufnehmende Tochtergesellschaft Anteile an der ausländischen Muttergesellschaft erwirbt, soweit dies als Gegenleistung für den Erwerb erforderlich ist. Dies ist nach japanischem Recht im Rahmen der für die Gegenleistung benötigten Aktien zulässig, so dass aus japanischer Sicht grundsätzlich keine Beschränkung hinsichtlich des Erwerbs von Aktien an der Muttergesellschaft durch die Tochter besteht.

Der Erwerb von Aktien an der Muttergesellschaft muss aber auch nach dem Recht des Landes der Muttergesellschaft zulässig sein. Hier hat sich der japanische Gesetzgeber offensichtlich am Leitbild der USA orientiert und ist davon ausgegangen, dass diesbezügliche Beschränkungen nach Landesrecht entweder nicht bestehen oder nur eine untergeordnete Rolle spielen. Im europäischen Rechtsraum ist der Erwerb von Aktien an der Mutter durch die Tochter jedoch nur begrenzt zulässig oder verboten (Richtlinie 2006/68/EG).

Nach deutschem Aktienrecht (§ 71d S. 2 AktG) ist der Erwerb eigener Aktien durch ein abhängiges oder im Mehrheitsbesitz stehendes Unternehmen grundsätzlich nicht zulässig. Eine Ausnahme hiervon ist nur mit Genehmigung der Hauptversammlung (§§ 71 Nr. 8 und 71 II 1 AktG) und nur bis zu 10 % der Aktien der Muttergesellschaft möglich. Dies entspricht der Regelungssituation in anderen EU-Mitgliedstaaten, wie z.B. Frankreich und Niederlande, die ebenfalls eine Beschränkung auf 10 % der Aktien der Muttergesellschaft kennen. In Großbritannien besteht diesbezüglich sogar ein generelles Verbot. Da grenzüberschreitende Verschmelzungen in der EU regelmäßig durch eine direkte Fusion erfolgen und Erwerber aus Nicht-EU Staaten die Möglichkeit eines direkten Aktientausches haben, ist die Dreiecksfusion aus EU-Sicht allerdings kein wichtiges Instrument und der Erwerb von Aktien an der Muttergesellschaft jedenfalls für diese Zwecke entbehrlich. Das Beispiel zeigt, dass der japanische Gesetzgeber bei der Dreiecksfusion in erster Linie das Vorbild der USA vor Augen hatte und die Rechts-situation in der EU wenig berücksichtigt hat.

Ganz in Abkehr vom Vorbild USA sieht die japanische Regelung zur Dreiecksfusion vor, dass Wertpapiere der Muttergesellschaft als Gegenleistung nur an die Aktionäre der *untergehenden* Gesellschaft ausgegeben werden dürfen. Der Regelfall in den USA ist jedoch die sogenannte umgekehrte Dreiecksfusion (*Reversed Triangular Merger*, siehe *Schaubild 2* auf S. 169), in der die Tochtergesellschaft auf die überlebende Zielgesellschaft verschmolzen wird und die Aktionäre der aufnehmenden Zielgesellschaft Wertpapiere der Muttergesellschaft erhalten. Die umgekehrte Dreiecksfusion ist grundsätzlich vorteilhaft, da die Zielgesellschaft erhalten bleibt und unverändert fortgeführt werden kann. Damit ist die Übertragung von Verträgen, Lizenzen, behördlichen Genehmigungen und dergleichen entbehrlich und bleiben „*Change of Control*“ Klauseln ohne Auswirkung. Diese „umgekehrte Dreiecksfusion“ ist in Japan unzulässig.

Schaubild 2



Ungeachtet dieser Einschränkung war für amerikanische Unternehmen das in den USA verbreitete Rechtsinstitut der Dreiecksfusion für den Einsatz in Japan von Bedeutung. Es ist daher nicht von ungefähr, dass das erste und bislang einzige erfolgreiche Beispiel einer Dreiecksfusion in der Praxis von einer amerikanischen Gruppe, nämlich der Citigroup bei deren Erwerb der börsennotierten Nikko Cordial Corporation umgesetzt wurde. Die Citigroup erfüllte unter anderem auch die für die Zulässigkeit einer Dreiecksfusion wesentliche Voraussetzung einer echten operativen Geschäftstätigkeit der japanischen Tochter, zumal ihre japanische Tochtergesellschaft zu diesem Zeitpunkt bereits börsennotiert war. Mit dieser Bedingung wollte der Gesetzgeber verhindern, dass nur zum Zwecke einer Dreiecksfusion errichtete Gesellschaften (*Special Purpose Companies*) als aufnehmende Gesellschaft fungieren, ohne selbst eine echte Geschäftstätigkeit auszuüben. Ebenso sind Anteile von Gesellschaften mit Sitz in einem Niedrigsteuerland von der Gegenleistung im Rahmen einer Dreiecksfusion ausgenommen, um vornehmlich steuerlich motivierte oder substanzlose Fusionen zu verhindern.

Die Citigroup hatte, nachdem ihr vorübergehend die Banklizenz entzogen worden war, im Jahre 2004 ihre japanische Tochtergesellschaft an der Tokioter Börse notieren lassen und im Jahr 2007 nach einem langen Bietgefecht im Wege eines öffentlich Übernahmeangebotes eine Mehrheitsbeteiligung (61%) an der Nikko Cordial erworben. Die angestrebte vollständige Übernahme gelang jedoch erst durch den Einsatz der Dreiecksfusion, in deren Zuge den verbleibenden Nikko Cordial Aktionären Anteile an der US Muttergesellschaft im Tausch angeboten wurden. Lediglich 1,3% der Aktionäre mussten nach diesem Angebot noch in bar abgefunden werden. Im Januar 2008 wurde Nikko Cordial zur hundertprozentigen Tochtergesellschaft der japanischen Citigroup und damit von der Börse genommen. Diese, vom Volumen her bisher größte ausländische Übernahme in Japan wäre ohne das Instrument der Dreiecksfusion nicht möglich gewesen wäre.

Dennoch ist die praktische Relevanz der Dreiecksfusion skeptisch zu bewerten. Abgesehen von Finanzinstitutionen werden wohl nur wenige internationale Unternehmen versuchen, ein börsennotiertes Unternehmen in Japan im Wege der Dreiecksfusion zu erwerben. Dies liegt zum einen an den Beschränkungen, die hinsichtlich des Erwerbs von Anteilen an der Muttergesellschaft in vielen Ländern auferlegt werden, zum anderen an der Tatsache, dass der Erwerb eines börsennotierten Zielunternehmens im Wege der Dreiecksfusion die Existenz eines operativen Tochtergesellschaft in Japan voraussetzt. Zwar ist allein an der Marktkapitalisierung deutscher Großkonzerne gemessen die Übernahme eines japanischen börsennotierten Unternehmens im Wege der Dreiecksfusion auch bei einem nur 10%igen Erwerb von Anteilen an der Muttergesellschaft durchaus denkbar, jedoch wird allgemein nicht erwartet, dass in nennenswertem Umfang von diesem Rechtsinstitut Gebrauch gemacht wird. Außer der erwähnten Transaktion der Citigroup ist seit In-Kraft-Treten der Gesetzesreform bisher kein weiterer Fall einer grenzüberschreitenden Dreiecksfusion in Japan bekannt geworden.

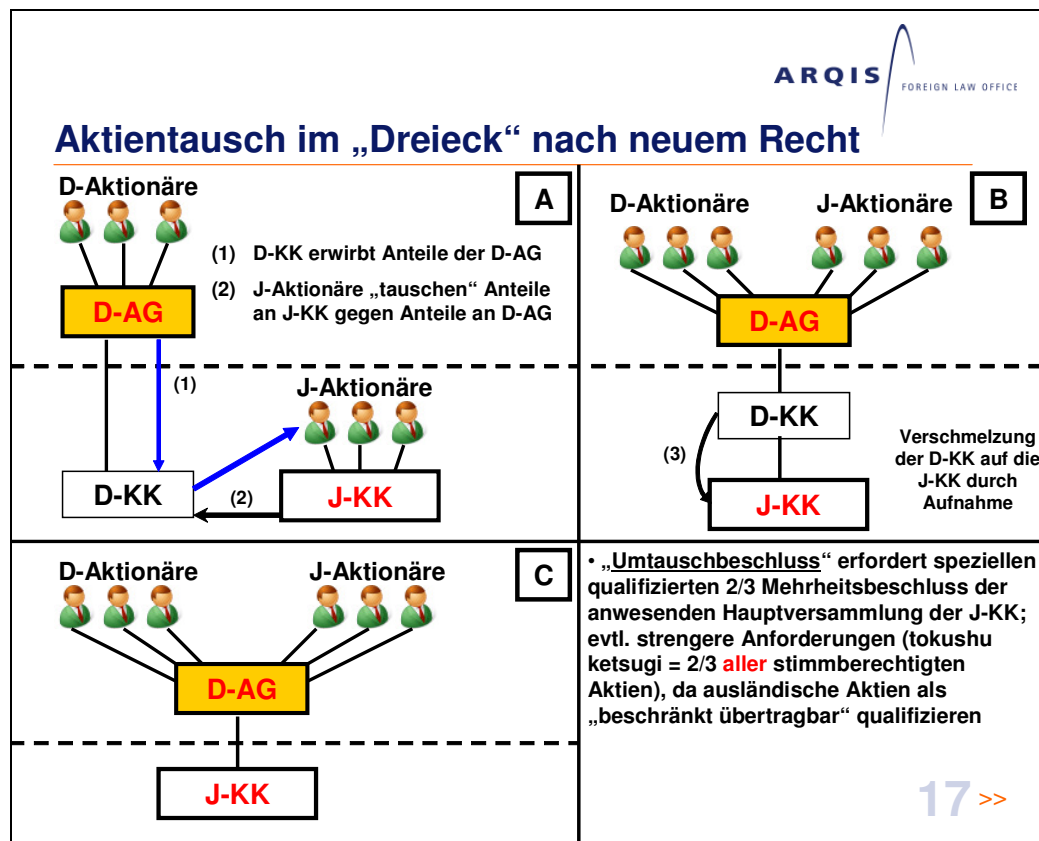
III. AKTIENTAUSCH

Die Erweiterung der Gegenleistung bei Erwerbsvorgängen um „Bargeld und sonstiges Vermögen“ gilt auch für den Aktientausch (vgl. *Schaubild 3* auf S. 171). Das Instrument des Aktientauschs ermöglicht es einer Erwerbsgesellschaft, welche bereits Aktien an der Zielgesellschaft hält, unter bestimmten Voraussetzungen die restlichen Aktien der Zielgesellschaft zu erwerben. Als Gegenleistung erhalten die übrigen Aktionäre der Zielgesellschaft beim Aktientausch grundsätzlich Aktien der Erwerbsgesellschaft. Seit dem 1. Mai 2007 können nunmehr alternativ auch Anteile der Muttergesellschaft der Erwerbsgesellschaft als Gegenleistung eingesetzt werden. In diesem Fall hält anschließend die Erwerbsgesellschaft sämtliche Aktien der Zielgesellschaft, während die bisherigen sonstigen Aktionäre der Zielgesellschaft fortan an der Muttergesellschaft der Erwerbsgesellschaft beteiligt sind. Durch eine Verschmelzung der Erwerbsgesellschaft auf die

Zielgesellschaft kann diese anschließend zu einer 100%igen Tochter der Muttergesellschaft gemacht werden. Der Tausch der Aktien der Zielgesellschaft gegen Aktien der Erwerbgesellschaft oder deren Muttergesellschaft ist dabei auch über die Grenze zulässig, während eine Verschmelzung der Zielgesellschaft auf die Erwerbgesellschaft voraussetzt, dass die Erwerbgesellschaft eine japanische Aktiengesellschaft ist.

Für den Aktientausch ist grundsätzlich ein qualifizierter 2/3 Mehrheitsbeschluss der anwesenden Aktionäre erforderlich. Sofern ausländische Aktien als Gegenleistung eingesetzt werden, bestehen strengere Anforderungen und ist ein Beschluss von 2/3 aller stimmberechtigten Aktien notwendig. Durch die Erweiterung der Gegenleistung auf Anteile der Muttergesellschaft der Erwerbgesellschaft können die Aktionäre der Zielgesellschaft eine direkte Beteiligung an der Muttergesellschaft der Erwerbgesellschaft erwerben. Im Rahmen eines solchen Dreieckstausches können die Aktionäre der Zielgesellschaft zu Aktionären der ausländischen Muttergesellschaft und die Zielgesellschaft auf die Erwerbgesellschaft verschmolzen werden.

Schaubild 3



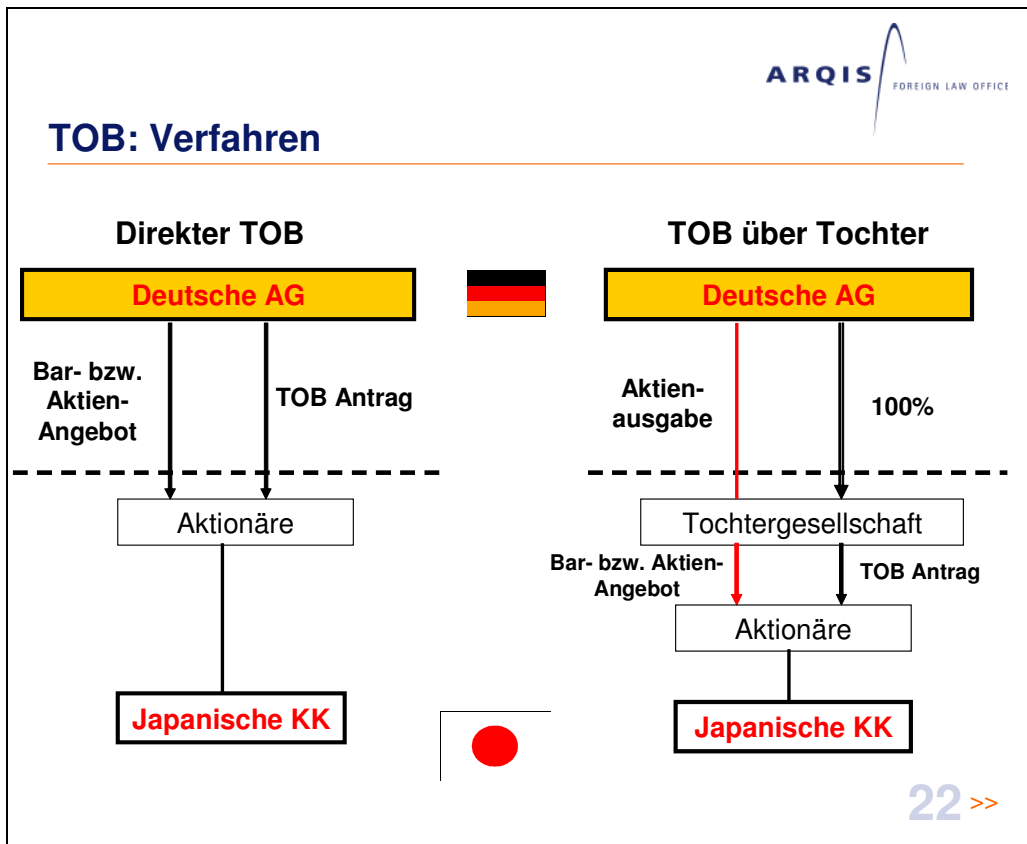
Der Aktientausch wurde in der Vergangenheit auch eingesetzt, um Minderheitsaktionäre auszukaufen oder durch Einschaltung einer Zwischenholding anderweitig zu neutralisieren („*Squeeze-out*“). Im Rahmen der Gesellschaftsrechtsreform ist der *Squeeze-out* um die Möglichkeit erweitert worden, mittels eines qualifizierten Hauptversammlungsbeschlusses mit 2/3 Mehrheit aller ausgegebenen Aktien der Erwerbs- und der Zielgesellschaft sämtliche Anteile der Minderheitsaktionäre zu übernehmen. Ferner ist bei einer mehr als 90%igen Beteiligung an der Zielgesellschaft das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses auf Ebene der Zielgesellschaft entfallen. Diese und weitere Änderungen im Zusammenhang mit dem Aktientausch sind bereits vor dem 1. Mai 2007 in Kraft getreten.

IV. ÖFFENTLICHES ÜBERNAHMEANGEBOT

Von praktisch größerer Relevanz sind die in den Jahren 2006 und 2007 in Kraft getretenen Gesetzesänderungen zum öffentlichen Übernahmeangebot. Dessen Regelungsbedarf war ausgelöst durch den rapiden Anstieg von feindlichen Übernahmen unter japanischen Unternehmen in den Jahren 2005 und 2006, der eine Vielzahl von Regelungslücken offensichtlich werden ließ. Insbesondere, die in den Medien bekannt gewordenen Fälle wie Livedoor / Nippon Broadcasting System oder Oji Paper / Hokuetsu Paper waren unter Ausnutzung diverser Gesetzeslücken zustande gekommen und hatten den Gesetzgeber zu raschem Handeln genötigt.

Nach japanischem Wertpapierhandelsrecht ist der Erwerber eines börsennotierten Unternehmens unter bestimmten Voraussetzungen verpflichtet, ein öffentliches Übernahmeangebot abzugeben, wenn innerhalb eines bestimmten Zeitraumes eine bestimmte Beteiligungshöhe durch Zukäufe überschritten wird. Die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots ist nicht nur bei feindlichen Übernahmen, sondern auch bei freundlichen Übernahmen, Reorganisationen und der Privatisierung börsennotierter Unternehmen häufig. Ein Übernahmeangebot kann als Barangebot oder als Tauschangebot erfolgen, wobei Tauschangebote aus steuerlichen (Besteuerung des Käufers) und praktischen (Verpflichtung zur Abgabe eines Börsenberichts des Bieters) Erwägungen selten sind. Obwohl seit dem 1. Mai 2007 das Tauschangebot auch Aktien der Muttergesellschaft beinhalten kann, ist dies daher von geringer praktischer Relevanz. Die in *Schaubild 4* (S. 173) dargestellten Konstellationen sind jedenfalls theoretisch denkbar.

Schaubild 4



Die Gesetzesänderungen zum öffentlichen Übernahmeangebot betreffen in erster Linie die Festlegung des Anwendungsbereichs. Während in der Vergangenheit nur der Erwerb von Anteilen außerhalb der Börse ein Übernahmeangebot auslöste, ist nunmehr auch der kombinierte Erwerb von Anteilen über und außerhalb der Börse innerhalb eines bestimmten Zeitraums und unter bestimmten Voraussetzungen relevant. Auch werden Abwehrmaßnahmen, wie der Erwerb einer weiteren Beteiligung durch einen Großaktionär während des Übernahmeangebots nunmehr erfasst. Von besonderer Bedeutung ist ferner die Einbeziehung von Beteiligungsgesellschaften (mehr als 20 %) sowie Verwaltungsratsmitgliedern der Erwerbsgesellschaft bzw. deren Beteiligungsgesellschaften in den Kreis des Bieters. Diese werden für die Ermittlung des Erreichens der besonders wichtigen 1/3 Beteiligungsschwelle (gesetzliche Sperrminorität) unter bestimmten Voraussetzungen mit berücksichtigt. Auch die neue Definition des Zeitrahmens (Geschäftstage statt Kalendertage) und die Erweiterung der Berichts- und Informationspflichten

des Bieters sind hierbei von Bedeutung. Insgesamt haben die neuen Regeln aufgrund ihrer hohen Detailliertheit zu einer höheren Rechtssicherheit geführt und das Übernahmeangebot als wichtiges Instrument bei Unternehmenskäufen weiter gestärkt.

SUMMARY

The last part of the comprehensive company law reform of 2005 has been put in place on 1 May 2007 when the rules concerning the triangular merger became effective. The major achievement of the reform is that it is now possible for an enquiring firm to offer – under certain circumstances – foreign shares as consideration. Although the US regulation on mergers has been the role model for the new Japanese regulation, different from the US a so-called reversed triangular merger is still not allowed in Japan.

Also, in cases of an exchange of shares foreign stocks may be offered under certain circumstances as consideration.

Another important development are the legislative changes in 2006 and 2007 regarding take-over bids. Under Japanese securities regulation a bidder is now obliged to make a full bid if a certain threshold of shareholding is surpassed. In principle, the new detailed rules have enhanced legal certainty and improved the takeover regulation.

(The Editors)