

## II Statusbestimmung

### 1 Unternehmenstransaktionen

#### 1.1 Begriffsdefinition

Zunächst sind die drei thematisch betroffenen Themengebiete „Unternehmenstransaktionen“, „Unternehmensbewertung“ und „Fairness Opinion in der Anwendungspraxis“ in einem solchen Umfang darzulegen, dass der Problemkreis möglichst eng abgesteckt wird und trotzdem Verknüpfungen deutlich werden. Letztgenannte werden dann zentrale Elemente der Funktionsanalyse der Fairness Opinion sein. Hierbei ist notwendigerweise ein klares, auf die Forschungsfragen dieser Arbeit ausgerichtetes *Verständnis der essentiellen Begriffe* zu schaffen.

Unter den wenigen im deutschen Sprachraum *existierenden Begriffsdefinitionen* für „Unternehmenstransaktion“ ist keine dominierende ausfindig zu machen.<sup>1</sup> Vielmehr sind die Definitionsangebote jeweils Ergebnis einer Fokussierung auf ein bestimmtes Merkmal,<sup>2</sup> wie die rechtliche Selbstständigkeit<sup>3</sup> oder das Mittel zur Kaufpreisbegleichung (Geld, Aktien). Daher ist eine eigene, der Zielstellung dieser Arbeit gerecht werdende Perspektive zu wählen.

Eine solche Perspektive muss in erster Linie den Forderungen gerecht werden, die eine Unternehmensbewertung zur Angemessenheitsbeurteilung im Rahmen einer Fairness Opinion erhebt. Für den anzustellenden Bewertungskalkül ist es von fundamentaler Bedeutung, ob durch die Unternehmenstransaktion Einfluss auf die Finanz- und Geschäftspolitik des Unternehmens gesucht oder aufgegeben wird. Der Aspekt aktiver Gestaltung bewertungsrelevanter Sachverhalte muss daher zwingend im Betrachtungskegel liegen. Um einen solchen Einfluss allerdings auch geltend machen zu können, ist eine dominierende Machtposition erforderlich (wirtschaftliche Abhängigkeit<sup>4</sup>). Zur Abgrenzung von Unternehmenstransaktionen ist insofern das Merkmal der *Beherrschung* bzw. der *Veränderung der*

---

<sup>1</sup> Vgl. PAUSENBERGER, Unternehmenszusammenschlüsse (1989), S. 621, JANSEN, M&A (2008), S. 92 ff.

<sup>2</sup> Klassifikationen finden sich bei PAUSENBERGER, Unternehmenszusammenschlüsse (1989), S. 622 und JANSEN, Unternehmenszusammenschlüsse (2004), S. 46.

<sup>3</sup> Vgl. z. B. ROLLBERG/LERM, Bewertung von F&A-Vorhaben (2006), S. 243. Diese betrachten nur Fusionen und Akquisitionen, die der Umsetzung von strategischen, synergieorientierten Zielen dienen (sollen). Läge ein derart begrenzter Ausschnitt aus der Motivwelt der Begriffsdefinition zugrunde, würden im Rahmen dieser Arbeit viele, zur Bearbeitung der Aufgabenstellung relevante Problemkreise ausgeblendet.

<sup>4</sup> Aus dem Verlust der wirtschaftlichen Selbstständigkeit einer Unternehmung durch Veränderung der Beherrschungsverhältnisse resultiert nicht zwangsläufig der Verlust der rechtlichen Selbstständigkeit; vgl. REICHERTER, Fusionsentscheidung (2000), S. 45.

*Beherrschungsverhältnisse* als zweckdienlich und hinreichend spezifisch anzusehen.<sup>5</sup> Aus dieser Fokussierung ergibt sich folgende weit gefasste Definition: Unter einer Unternehmenstransaktion soll diejenige Übertragung von Eigentum an Unternehmen oder abgrenzbaren Unternehmens(an)teilen (Transaktionsobjekt) von einem Transaktionssubjekt (nachfolgend Subjekt genannt) auf ein anderes verstanden werden, die eine Veränderung der Beherrschungsverhältnisse am Transaktionsobjekt (nachfolgend Objekt oder Zielgesellschaft genannt) bewirkt.

Zur Beurteilung, ob von *beherrschendem Einfluss* eines (Rechts-)Subjektes gesprochen werden kann, soll der Tatbestand der *Stimmrechtsmehrheit* aus dem deutschen Handelsrecht herangezogen werden.<sup>6</sup> Üblicherweise ist dies mit dem Recht verbunden, die Mehrheit der Mitglieder der Unternehmensorgane und in der Folge auch die Finanz- und Geschäftspolitik zu bestimmen.<sup>7</sup> Dies bedeutet, dass dieser Definition beispielsweise Unternehmenszusammenschlüsse (Fusionen) und Unternehmens(ver)käufe zu subsumieren sind, nicht jedoch der Ausschluss von Minderheitsaktionären oder der bloße Minderheitsbeteiligungserwerb, weil diese Strukturmaßnahmen die Beherrschungsverhältnisse nicht verändern.

<sup>5</sup> Dieses Merkmal spiegelt zwar das Einsatzgebiet der Fairness Opinion wider, auf die nachfolgende Analyse hat es jedoch keine Auswirkung.

<sup>6</sup> Nach § 290 Abs. 2 S. 1 HGB ist ab einem Stimmrechtsanteil von mehr als 50 % von einem beherrschenden Einfluss auszugehen. Siehe *VON WYSOCKI/WOHLGEMUTH/BRÖSEL*, Konzernrechnungslegung (2014), S. 54 ff. Auf die Möglichkeit, durch einen Entherrschungsvertrag eine Stimmrechtsmehrheit zu verhindern, soll hier nicht näher eingegangen werden. Siehe jüngst *PESCH*, Entherrschungsvertrag (2012). Das deutsche Aktienrecht geht hingegen bei einer Anteilsmehrheit (Kapitalmehrheit) von einem „beherrschenden Einfluss“ aus (§ 17 AktG i. V. m. § 16 Abs. 1 AktG). Eine Mehrheit am Kapital bedeutet allerdings nicht zwangsläufig eine Stimmrechtsmehrheit und umgekehrt; vgl. z. B. *EMMERICH*, § 17 AktG (2013), Rn. 1 ff., insbesondere Rn. 7, *HIRTE*, Kapitalgesellschaftsrecht, (2012), Rn. 3.259 ff. Denn der Einsatz von stimmrechtslosen Vorzugsaktien, Aktien mit Mehr(fach)stimmrechten oder eines Höchststimmrechts führt zu einem Abweichen vom Grundsatz des „Gleichlaufs von Herrschaft und Haftung“, *HIRTE*, Kapitalgesellschaftsrecht, (2012), Rn. 3.261. Nicht zu verwechseln ist „Beherrschung“ mit „Kontrolle“. „Kontrolle“ ist nach § 29 WpÜG definiert als das Halten von 30 % der Stimmanteile. Aufgrund der (geringen) Präsenzen in den Hauptversammlungen deutscher Unternehmen – Präsenzmehrheit in der Hauptversammlung und Kapitalmehrheit am Grundkapital fallen daher auseinander – kann faktisch, aber eben nicht rechtlich gesichert, bereits bei einer Kapitalbeteiligung von ca. 30 % von Beherrschung gesprochen werden; vgl. *BUNDESTAG*, BT-Drs. 14/7034 (2001), S. 53, *HIRTE*, Kapitalgesellschaftsrecht, (2012), Rn. 3.266, *WACKERBARTH/EISENHARDT*, Recht der Kapitalgesellschaften (2013), Rn. 876.

<sup>7</sup> Vgl. *SENGER/HOEHN*, § 290 HGB (2012), Rn. 27 f. Über die Finanz- und Geschäftspolitik zu bestimmen, heißt nicht gleichzeitig auch über alle Ressourcen des Unternehmens frei entscheiden zu können. Für Entscheidungen von hoher, strategischer oder auch existentieller Tragweite, wie über die Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern, eine Kapitalerhöhung oder eine Verschmelzung, fordern das Aktiengesetz und regelmäßig auch die Unternehmensverfassung neben der einfachen Stimmrechtsmehrheit eine sog. qualifizierte Kapitalmehrheit – i. d. R. ist dies eine Mehrheit am Grundkapital der Aktiengesellschaft von mehr als 75 %; vgl. *HIRTE*, Kapitalgesellschaftsrecht (2012), Rn. 3.265, *WACKERBARTH/EISENHARDT*, Recht der Kapitalgesellschaften (2013), Rn. 368.

Die *Stimmrechtsmehrheit* kann entweder durch Ankauf von stimmberechtigten Unternehmensanteilen (Anteilserwerb, Rechtskauf, sog. Share Deal) oder durch Aufkauf aller Aktiva und Passiva (Singularsukzession, Sachkauf, sog. Asset Deal) erworben werden.<sup>8</sup> Die in der Praxis einfachste und auch häufigste Erwerbsform ist dabei der Rechtskauf,<sup>9</sup> weil eine präzise zivilrechtlich relevante Beschreibung des Objektes mit all seinen Vermögens- und Schuldenpositionen, wie sie beim Sachkauf zu erfolgen hat, unterbleiben kann.

Der *Rechtskauf* kann dabei durch sukzessiven Anteilskauf über Börsen und durch außerbörslichen Erwerb von Anteilspaketen vollzogen werden. Zu betonen ist, dass jede einzelne Anteilsübertragung nur stattfindet, wenn Käufer und Verkäufer ihre auf freiem Entschluss basierende Zustimmung erteilen (Übernahme des Eigentums). Die Gleichrangigkeit von Käufer und Verkäufer ist damit ein charakteristisches Merkmal. Würde schließlich eine der beteiligten Parteien die andere dominieren, läge bereits ex ante eine Beherrschung vor, welche durch die Transaktion nicht erst erreicht werden muss/würde. Auch die verschiedenen Erwerbswege<sup>10</sup> sollen an dieser Stelle nicht thematisiert werden, weil im Zentrum der Betrachtung nur die Entscheidungskalküle der beteiligten Parteien stehen, die Art und Weise der Umsetzung der Entscheidung hingegen nachrangig ist.

In diesem Zusammenhang ist auch auf das aus dem US-amerikanischen Sprachraum stammende und in Deutschland rezipierte<sup>11</sup> Begriffspaar „Mergers and Acquisitions (M&A)“ einzugehen. Diesem sind zahlreiche Strukturmaßnahmen in Unternehmen zu subsumieren,<sup>12</sup> die zu einer Veränderung der Besitz- und Stimmrechtsverhältnisse, jedoch nicht zwangsläufig auch zu einer Veränderung der Beherrschungsverhältnisse führen.<sup>13</sup> Insofern wird im Weiteren auf die Verwendung dieses unscharfen<sup>14</sup> und weit gefassten<sup>15</sup> Begriffspaares zugunsten der selbst gewählten Abgrenzung mit dem Merkmal „Veränderung der Beherrschungsverhältnisse“ verzichtet.

---

<sup>8</sup> Vgl. stellvertretend *VOGEL*, Ideal und Wirklichkeit (2002), S. 10 f., *GLAUM/HUTZSCHENREUTER*, M&A (2010), S. 24 f., *PICOT*, Unternehmenskaufvertrag (2012), S. 300 ff.

<sup>9</sup> Vgl. *EK/VON HOYENBERG*, Unternehmenstransaktionen (2007), S. 2.

<sup>10</sup> Weiterführend *BERENS/MERTES/STRAUCH*, Unternehmensakquisitionen (2013), S. 27 ff.

<sup>11</sup> Vgl. *VOGEL*, Ideal und Wirklichkeit (2002), S. 3 ff., *JANSEN*, Unternehmenszusammenschlüsse (2004), S. 44. Eine Aufstellung von Definitionsangeboten für M&A von deutschen Autoren findet sich bei *MOHR*, Managermotive (2009), S. 19 f.

<sup>12</sup> Vgl. *JANSEN*, M&A (2008), S. 93 (mit Bezug zur Aufstellung bei *COPELAND/WESTON*), *PICOT/PICOT*, Parameter (2012), S. 26. Siehe *COPELAND/WESTON*, Financial theory (1988), S. 676 ff., wahlweise auch *COPELAND/WESTON/SHASTRI*, Financial theory (2014), S. 721 f.

<sup>13</sup> Einige deutsche Autoren zählen sogar Formen von Unternehmenskooperation (strategische Allianzen und Gemeinschaftsunternehmen) zu M&A; vgl. u. a. *VOGEL*, Ideal und Wirklichkeit (2002), S. 12 ff., *JANSEN*, M&A (2008), S. 94 f., *PICOT/PICOT*, Parameter (2012), S. 26.

<sup>14</sup> Vgl. *PAUSENBERGER*, Unternehmenszusammenschlüsse (1989), S. 624.

<sup>15</sup> Vgl. *PICOT/PICOT*, Parameter (2012), S. 25.

## 1.2 Markt für Unternehmen und Unternehmensanteile

Um eine beherrschende Position an einem Unternehmen aufzubauen – also eine Unternehmenstransaktion i. S. d. Arbeit zu vollziehen –, muss das interessierte Subjekt die dafür (noch) erforderlichen Anteile von verkaufswilligen Subjekten erwerben. Für den Handel mit Unternehmen und Unternehmensanteilen gibt es jedoch keinen exklusiven Ort, an dem Anbieter und Nachfrage zusammenfinden, denn die Abwicklung von derartigen Geschäften kann auf regulierten Märkten (Börsen) oder außerhalb dieser mittels individueller Verträge („over the counter“) geschehen. Daher kann und soll der „Markt für Unternehmen und Unternehmensanteile“<sup>16</sup> nicht als Ort, sondern als Vorgang des Zusammentreffens von Anbieter(n) und Nachfrager(n) verstanden werden, bei dem es durch Preissetzung bzw. nach einer Preisverhandlung zum Austausch von Leistungen kommt<sup>17</sup> – auf der einen Seite steht das gehandelte Gut „Unternehmung“ bzw. „Unternehmensanteil“, auf der anderen Seite das Zahlungsmittel (Geld, Aktien, sonstige Vermögensgegenstände).

JENSEN/RUBACK prägten den verwendeten und prominenten Begriff „market for corporate control“<sup>18</sup> (zu Deutsch: Markt für Unternehmenskontrolle) und meinen damit einen Markt, auf dem verschiedene Unternehmensleitungen um Zugriff auf Unternehmensressourcen ringen – „a market in which alternative managerial teams compete for the rights to manage corporate resources“<sup>19</sup>. Ein so definierter Markt schließt nur Geschäfte ein, die zwischen Unternehmensführungen verhandelt und beschlossen werden. Da JENSEN/RUBACK allen (privaten wie auch institutionellen) Aktionären auf dem „market for corporate control“ lediglich eine passive, insbesondere bezüglich der Geschäftsleitung desinteressierte Rolle zuweisen,<sup>20</sup> bleiben aktuelle und potentielle Aktionäre im Vorfeld einer Unternehmenstransaktionen per definitionem unsichtbar. Eine solche Verhaltensannahme ist jedoch ohne Kenntnis des Grades der Einbindung sowie der Rolle der Aktionäre im Zusammenhang mit einer Fairness Opinion verfrüht. Ähnliches gilt für die gehandelten Güter. In der US-amerikanischen Literatur wird üblicherweise der Rechtskauf mittels Aktien (besser: Stimmrechte) betrachtet und der Sachkauf ausgeblendet.<sup>21</sup> Anzumerken ist, dass der „market for corporate control“, anders als JANSEN feststellt,<sup>22</sup> streng genommen kein Markt sein kann, auf dem M&A in der weit gefassten US-amerikanischen Deutung abgewickelt werden. Schließlich werden dieser auch M&A-Aktivitäten subsumiert, die durch die Eigentümer selbst angestoßen und abgewickelt

<sup>16</sup> Zu den Begriffen „Unternehmen“ und „Unternehmensanteile“, wie sie nachfolgend verstanden werden, siehe MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 4.

<sup>17</sup> Vgl. HILKE, Markt (1993), Sp. 2769.

<sup>18</sup> Ursprünglich geht die Begriffsfindung auf MANNE zurück; vgl. MANNE, Market for corporate control (1965).

<sup>19</sup> JENSEN/RUBACK, Market for corporate control (1983), S. 6.

<sup>20</sup> Vgl. JENSEN/RUBACK, Market for corporate control (1983), S. 6.

<sup>21</sup> Vgl. JANSEN, Unternehmenszusammenschlüsse (2004), S. 53.

<sup>22</sup> So zu finden bei JANSEN, M&A (2008), S. 46.

werden.<sup>23</sup> JENSEN/RUBACK schreiben den Eigentümern im Rahmen ihres Modells aber lediglich eine passive Rolle zu. Die US-amerikanische Deutung von M&A korrespondiert daher nicht mit dem Modell von JENSEN/RUBACK. Aus diesen Gründen wird deren Definition des „Marktes für Unternehmenskontrolle“ als zu eng und damit als nicht zweckdienlich angesehen und dem Begriff „Markt für Unternehmen und Unternehmensanteile“ unter ausdrücklichem Einbezug aktiver Eigentümer und Sachkäufen der Vorzug gegeben.

Der Markt für Unternehmen und Unternehmensanteile lässt sich durch folgende Spezifika kennzeichnen:<sup>24</sup>

1. Die Marktform ist als beidseitig *oligopolistisch* bis *monopolistisch* zu bezeichnen. Damit besitzen potentielle Partner Einfluss auf die Preisbildung. Dies ist beispielsweise auf Börsen zu beobachten, wenn die Erlangung einer beherrschenden Mehrheit von Stimmrechten durch Ankauf von Aktien das Angebot systematisch räumt und bei gleichzeitig erhöhter Nachfrage zu einem Anstieg des Börsenpreises führt.<sup>25</sup>
2. Die (potentiellen) Transaktionsparteien *kommunizieren oft auch direkt* miteinander und sind dabei teilweise von *persönlichen Präferenzen* geleitet.
3. Aktien, selbst wenn sie börsengehandelt sind, können *nicht zweifelsfrei* als *homogene Güter* angesehen werden. Studien von SHLEIFER/VISHNY<sup>26</sup> und STULZ<sup>27</sup> stellen Verzerrungen fest und begründen dies mit den von Großaktionären und Unternehmensführung jeweils gehaltenen Anteilshöhen. An dieser Stelle ist ein wesentlicher Fakt zu ergänzen. Wenn es um die Beherrschung eines Unternehmens geht, ist die Reduzierung auf börsengehandelte „fast homogene“ Aktien nicht mehr angebracht. Im Zentrum steht nämlich dann das Unternehmen als Güterverband. Aktien sind in dem Fall nur das Mittel zum (schrittweisen) Erwerb, nicht jedoch das Objekt selbst.
4. Für transaktionswillige Subjekte entstehen sehr hohe Informationskosten bei der Identifizierung eines Partners. Unterstellt man den Aktienmärkten eine hohe Informations-effizienz<sup>28</sup> (schnelle und kostenunwirksame Anpassung des Börsenpreises an neue Informationen), dann erkennen andere Marktteilnehmer frühzeitig die Unternehmenstrans-

<sup>23</sup> Zu nennen ist hier z. B. der „leveraged buyout“, der Aufkauf breit gestreuten Aktienbesitzes durch wenige Aktionäre mit hohem Fremdfinanzierungsanteil; vgl. JANSSEN, M&A (2008), S. 93.

<sup>24</sup> Die folgenden Merkmale sind teilweise JANSSENS Untersuchung des „market for corporate control“ entlehnt; vgl. JANSSEN, Unternehmenszusammenschlüsse (2004), S. 52 ff., JANSSEN, M&A (2008), S. 46 ff.

<sup>25</sup> Vgl. MÜNSTERMANN, Wert und Bewertung (1970), S. 136 ff. Diese Aussage trifft MÜNSTERMANN bereits in der ersten Auflage aus dem Jahre 1966. Siehe auch m. w. N. MATSCHKE, Finanzierung (1991), S. 105 ff., HERING, Unternehmensbewertung (2014), S. 208 f.

<sup>26</sup> Vgl. SHLEIFER/VISHNY, Large shareholders (1986).

<sup>27</sup> Vgl. STULZ, Voting rights (1988).

<sup>28</sup> Dass diese These massiv angegriffen wird, soll an dieser Stelle nicht thematisiert werden. Zur Kritik dieser These weiterführend z. B. bereits das Sonderheft Nr. 2/3 des Journal of Financial Economics, 6. Jg. (1978), hier insbesondere JENSEN, Market efficiency (1978). Weiterführend siehe

aktion und „heizen“ die Nachfrage an. Die führt zu einem Anstieg des Börsenpreises. Im Wesentlichen geschieht diese Beteiligung aus spekulativen Motiven, denn es herrscht *Desinformation*<sup>29</sup> bzw. *Informationsasymmetrie*<sup>30</sup>. Letztlich verteuert dieses Verhalten die Transaktion und die Wahrscheinlichkeit, dass die Unternehmenstransaktion abgeschlossen wird (werden kann), sinkt.

5. Die Handelsplätze des Marktes für Unternehmen und Unternehmensanteile (Börsen und „grauer Markt“) sind durch staatliche Eingriffe, z. B. durch Mitteilungspflichten (§ 20 AktG), durch Regelungen zum Umgang mit Insiderinformationen (§ 15 WpHG) oder durch das Verbot wettbewerbsbehindernder Zusammenschlüsse (§ 36 GWB), stark reguliert.<sup>31</sup>

Aus den genannten Eigenschaften lässt sich schlussfolgern, dass der Markt für Unternehmen und Unternehmensanteile nicht dem Ideal eines vollkommenen Marktes i. S. d. neoklassischen Marktmodells<sup>32</sup> entspricht.<sup>33</sup> JANSEN fordert daher eine eigene Markttheorie, um diesen Markt zu beschreiben. Die Ungleichheit von Wert und Preis zum Anlass zu nehmen und Marktgleichgewichtsmodelle zur Wertermittlung von Unternehmen in bilateralen Transaktionen abzulehnen, wagt er hingegen nicht.<sup>34</sup> Genau dies betont jedoch bereits MÜNSTERMANN, der mit Blick auf die Unternehmung als Güterkonglomerat – dem eigentlichen Objekt einer Unternehmenstransaktion – konstatiert: „Für Unternehmungen existieren indes selbst in der Marktwirtschaft keine Marktpreise. Jede Unternehmung nämlich repräsentiert für sich einen Güterverband solch individueller Natur, dass sich für sie ähnlich wie für andere individuelle Güter ein Marktpreis nicht bildet.“<sup>35</sup> Der Wert eines Objektes für ein Subjekt lässt sich deshalb nur über den individuellen Nutzen, und jener indirekt über die Erfassung der zurechenbaren Erfolge, bestimmen.<sup>36</sup> Auf Beherrschung einer Unternehmung ausgerichtete Unternehmenstransaktionen sind deshalb keine Transaktionen auf einem vollkommenen Markt, auf dem der Preis für ein Gut eine feste, nicht verhandelbare Größe darstellt.

---

GILSON/KRAAKMAN, ECMH (2003), SHLEIFER, Inefficient markets (2003), GLEISSNER, Empirische Kapitalmarktforschung (2014).

<sup>29</sup> Vgl. JANSEN, Unternehmenszusammenschlüsse (2004), S. 56.

<sup>30</sup> Vgl. JANSEN, Unternehmenszusammenschlüsse (2004), S. 60.

<sup>31</sup> Für weitere gesetzliche Rahmenbedingungen siehe VOGEL, Ideal und Wirklichkeit (2002), S. 45 ff.

<sup>32</sup> Siehe Kapitel III.2.2.

<sup>33</sup> Gleicher Ansicht ist das IDW; vgl. IDW, WP Handbuch Bd. II (2014), S. 417, Rn. 2.

<sup>34</sup> Siehe Kapitel II.2.1.

<sup>35</sup> MÜNSTERMANN, Wert und Bewertung (1970), S. 11. Ähnlich BUSSE VON COLBE, Zukunftserfolg (1957), S. 9, JAENSCH, Wert und Preis (1966), S. 3, MOXTER, Unternehmensbewertung (1983), S. 133.

<sup>36</sup> Vgl. MÜNSTERMANN, Wert und Bewertung (1970), S. 11 f. Siehe weiterführend Kapitel III.2.3.3.1.2.

### 1.3 Motive

Nachdem die Begriffe „Unternehmenstransaktion“ und „Markt für Unternehmen und Unternehmensanteile“ definiert und miteinander in Verbindung gebracht wurden, stehen nun die Subjekte mit deren Motivation im Vordergrund, die Beherrschung einer Unternehmung anzustreben oder aufzugeben. Als Subjekte kommen dabei natürliche und juristische Personen (Unternehmen) in Betracht. Da die Fairness Opinion in Deutschland hauptsächlich im Zusammenhang mit der juristischen Person *Aktiengesellschaft* als prominenteste Form der Publikumsgesellschaft vorkommt,<sup>37</sup> soll eine Eingrenzung auf dieses Subjekt erfolgen.

Auf der Suche nach Motiven, weshalb Aktiengesellschaften Unternehmenstransaktionen anstreben, sind die gruppenspezifischen Ziele der an der Zielbildung beteiligten Anspruchsgruppen zu identifizieren.<sup>38</sup> Obwohl grundsätzlich alle denkbaren Interessengruppen auf die Zielbildung im Unternehmen mittel- oder unmittelbar Einfluss nehmen können, haben die Aktionäre und damit indirekt auch die Verwaltungsorgane als deren „Agenten“ bei strategisch bedeutsamen Entscheidungen, wie es Unternehmenstransaktionen sind, die Initiative und i. d. R. auch die Entscheidungshoheit.<sup>39</sup> Gleichzeitig ist davon auszugehen, dass *zwischen Aktionären und Verwaltungsorganen keine vollständige Zielidentität besteht*,<sup>40</sup> wodurch eine getrennte Betrachtung der Motive notwendig wird.<sup>41</sup>

Auch wenn innerhalb der *Gruppe der Aktionäre* teilweise divergierende Ziele verfolgt werden, kann dennoch das Hauptziel der „Wertsteigerung“ (konkreter: Wohlstandsmaximierung<sup>42</sup>) ausgemacht werden. Dieses ist auf mehreren Wegen erreichbar. Zu nennen sind hier die Identifikation und Realisation von real- und finanzwirtschaftlichen Synergien sowie die Möglichkeit der Restrukturierung von nicht optimal geführten Transaktionsobjekten.<sup>43</sup>

---

<sup>37</sup> Siehe Kapitel II.3.1.1.

<sup>38</sup> Zum Zielbildungsprozess einer Unternehmung siehe grundlegend HEINEN, Entscheidungsorientierung (1976), S. 111 ff.

<sup>39</sup> Letztlich kann sich jede Initiative nur innerhalb der Grenzen bewegen, die durch das regulatorische Umfeld auf nationaler und internationaler Ebene gezogen wurden. Siehe weiterführend JANSEN, M&A (2008), S. 120 ff. HEINEN sieht (in Marktwirtschaften) die Eigentümer als diejenige Kerngruppe an, die den weitestgehenden Einfluss auf die Zielbildung besitzt. Steigt die Zahl der Eigentümer, so verlagert sich die Zielbildungsbefugnis zunehmend auf die Unternehmensführung; vgl. HEINEN, Entscheidungsorientierung (1976), S. 113.

<sup>40</sup> Vgl. HEINEN, Entscheidungsorientierung (1976), S. 21 ff., mit Bezug zu Unternehmenstransaktionen VOGEL, Ideal und Wirklichkeit (2002), S. 41, BOROWICZ, Interessenkonflikte (2006), S. 39.

<sup>41</sup> In kleinen und mittelgroßen Unternehmen liegt hier häufig Personalunion vor, was eine Unterscheidung obsolet werden lässt. Vgl. nachfolgend BYSIEWICZ/KEUPER, Spaltung (2006), S. 308 ff., GLAUM/HUTZSCHENREUTER, M&A (2010), S. 53 ff.

<sup>42</sup> Vgl. HERING, Investitionstheorie (2008), S. 19 ff., BRÖSEL, Heuristisches Modell (2013), S. 202 f., Rn. 11, MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 167 f.

<sup>43</sup> Vgl. NEUMANN, Fusionen (1994), S. 74 ff., OLBRICH, Unternehmenskultur (1999), S. 37 ff., ACHLEITNER, Investmentbanking (2002), S. 142 ff., VOGEL, Ideal und Wirklichkeit (2002), S. 32 ff.,

Durch die Anstellung von Personen, die für die Aktionäre die Leitung und die Kontrolle der Aktiengesellschaft übernehmen (*Unternehmensführung*), werden die Führungsbefugnisse von den Eigentumsrechten getrennt. Da Unternehmenstransaktionen eine hohe Komplexität aufweisen, bieten sich für die angestellten Entscheidungsträger gleichzeitig große Freiräume, möglicherweise konträr zu den Zielen der Aktionäre, eigene monetäre und nicht-monetäre Ziele (oftmals auch unerkannt) zu verfolgen.<sup>44</sup> Zu den monetären Zielen zählen die Steigerung des Einkommens, die Arbeitsplatzsicherheit, einkommensäquivalente Transfers und der Konsum am Arbeitsplatz. Nicht-monetäre Ziele sind z. B. das Streben nach Macht, Prestige und Selbstverwirklichung.<sup>45</sup>

Im Folgenden ist zu skizzieren, wie das deutsche Aktienrecht und das Richterrecht<sup>46</sup> mit diesen Zielkonflikten umgehen und welche Rechte und Pflichten den Organen einer Aktiengesellschaft insbesondere in Zusammenhang mit Unternehmenstransaktionen jeweils zugesprochen werden. Darauf aufbauend kann dargelegt werden, welchen Platz die Literatur der Fairness Opinion in diesem System zuzuweisen versucht.

## 1.4 Verantwortlichkeiten der Organe von Aktiengesellschaften nach deutschem Recht

### 1.4.1 Hauptversammlung

Die Hauptversammlung ist das Organ der Aktiengesellschaft, das sich aus den Anteilseignern (Aktionären) der Gesellschaft zusammensetzt und deren Interessen vertritt. Dabei ist die Hauptversammlung das Organ selbst, nicht die Gesamtheit der Aktionäre.<sup>47</sup> Im Gegensatz zu Vorstand und Aufsichtsrat ist die Hauptversammlung *kein permanentes Organ* und wird erst durch den Vorstand gemäß § 121 Abs. 2 S. 1 AktG einberufen. Unter den Voraussetzungen des § 122 AktG haben auch Aktionäre, die zusammen über eine bestimmte Anteilshöhe am Grundkapital der Gesellschaft verfügen, die Möglichkeit, die Einberufung einer Hauptversammlung vom Vorstand zu verlangen.

---

FRANCK/MEISTER, Unternehmenszusammenschlüsse (2006), LINDSTÄDT, Ziele und Kriterien (2006), WIRTZ, M&A Management (2014), S. 61 ff.

<sup>44</sup> Zu den theoretischen Grundlagen und weiteren Implikationen siehe insbesondere Kapitel III.2.3.3.3.

<sup>45</sup> Siehe m. w. N. VOGEL, Ideal und Wirklichkeit (2002), S. 41 ff., STRAUB, Frequent failure (2007), S. 2, JANSEN, M&A (2008), S. 132 ff.

<sup>46</sup> Zur Bedeutung des Richterrechtes für die Auslegung und Rechtsfortbildung des Gesellschaftsrechts, welchem das Aktiengesetz zugehörig ist, siehe WACKERBARTH/EISENHARDT, Recht der Kapitalgesellschaften (2013), Rn. 7. Zur Frage der Anerkennung als Rechtsquelle siehe LARENZ, Methodenlehre (1991), S. 366 ff.

<sup>47</sup> Vgl. KOCH, § 118 AktG (2014), Rn. 2.



Anders als bei den (Verwaltungs-)Organen „Vorstand“ und „Aufsichtsrat“ sind die *kodifizierten Zuständigkeiten* der Hauptversammlung in § 119 Abs. 1 AktG abschließend aufgezählt (*Enumerationsprinzip*). Demnach besitzt die Hauptversammlung Befugnisse lediglich in den durch Gesetz und Satzung ausdrücklich bestimmten Fällen.<sup>48</sup> Sie beschließt in den Grenzen des § 96 AktG über die Bestellung der Mitglieder des Aufsichtsrates, über die Verwendung des Bilanzgewinns, über die Entlastung der Mitglieder des Vorstandes und des Aufsichtsrates, über die Bestellung des Abschlussprüfers, über die Bestellung von Prüfern zur Prüfung von Vorgängen bei der Gründung oder der Geschäftsführung sowie über konstitutive Maßnahmen wie Satzungsänderungen, Maßnahmen der Kapitalbeschaffung und der Kapitalherabsetzung und die Auflösung der Gesellschaft.

Neben dieser *positiven Kompetenzzuweisung* enthält § 119 AktG auch eine *negative Kompetenzzuweisung*, also eine Kompetenzversagung. Der Hauptversammlung sind andere Befugnisse insbesondere bezüglich der Geschäftsführung (§ 119 Abs. 2 AktG) vorenthalten.<sup>49</sup> Gleichwohl ist es auf Verlangen des Vorstandes möglich, dass sich die Hauptversammlung mit Fragen der Geschäftsführung befasst (§ 119 Abs. 2 AktG). Zusätzliche sog. Ungeschriebene Zuständigkeiten der Hauptversammlung ergeben sich aus der betreffenden Rechtsprechung insbesondere in Fragen der Konzern(um)bildung und Konzernleitung.<sup>50</sup>

## 1.4.2 Aufsichtsrat

Die Rechte und Pflichten<sup>51</sup> des Aufsichtsrates werden im Wesentlichen in den §§ 84 und 111 AktG geregelt. § 84 i. V. m. § 87 AktG weist dem Aufsichtsrat alleinige Personalkompetenz gegenüber dem Vorstand und seinen Mitgliedern zu (Bestellung und Abberufung sowie Vergütung). § 111 AktG regelt primär Rechte und Pflichten im Zusammenhang mit der zweiten Hauptaufgabe, der Überwachung der Geschäftsführung. Hierzu werden dem Aufsichtsrat Berichtsrechte gegenüber dem Vorstand (§ 90 AktG), Einsichts- und Prüfungsrechte (§ 111 Abs. 2 AktG) sowie Zustimmungsvorbehalte für bestimmte Geschäfte (z. B. den Kauf/Verkauf von Tochtergesellschaften) gemäß Satzung oder eigener Entscheidung<sup>52</sup> (§ 111 Abs. 4 AktG) eingeräumt. Die Überwachungsaufgabe beschränkt sich dabei nicht auf eine

<sup>48</sup> Vgl. BINGE/THÖLKE, Stellung der Hauptversammlung (2005), S. 744, Rn. 12.

<sup>49</sup> Vgl. KUBIS, § 119 AktG (2013), Rn. 1, BINGE/THÖLKE, Stellung der Hauptversammlung (2005), S. 744, Rn. 21.

<sup>50</sup> Vgl. umfassend KUBIS, § 119 AktG (2013), Rn. 31 ff. Zur Rechtsprechung, die das Zusammenspiel von Vorstand und Hauptversammlung beeinflusst, siehe auch Kapitel II.1.4.1.

<sup>51</sup> Siehe weiterführend BULL, Anforderungen (2014), S. 37 ff.

<sup>52</sup> Der DCGK konkretisiert Zustimmungsvorbehalte für „Geschäfte von grundlegender Bedeutung“. Siehe REGIERUNGSKOMMISSION DEUTSCHER CORPORATE GOVERNANCE KODEX, DCGK (2014), S. 4.

*nachträgliche* Kontrolle, sondern soll i. S. e. *präventiven* Kontrolle durch die Pflicht zur Beratung des Vorstandes in strategischen Angelegenheiten zukunftsorientiert wirken.<sup>53</sup>

Neben bzw. ergänzend<sup>54</sup> zu den gesetzlich kodifizierten Normen stehen die Regelungen des „Deutschen Corporate Governance Kodex“ (DCGK), die insbesondere die Aufgaben und das Zusammenwirken von Aufsichtsrat und Vorstand betreffen. Dieser Kodex besitzt zwar grundsätzlich keine rechtliche Bindungswirkung und entfaltet insofern keine unmittelbare Haftungs- und Enthaftungsrelevanz,<sup>55</sup> jedoch ist nach § 161 AktG durch Vorstand und Aufsichtsrat jährlich eine Entsprechenserklärung mit Begründung für die Vergangenheit und die Zukunft nach dem „comply or explain“-Prinzip abzugeben.<sup>56</sup> Diese ist auf der Netzseite der Gesellschaft allen Aktionären dauerhaft zugänglich zu machen (§ 161 Abs. 2 AktG).

Nicht gesetzlich vorgeschrieben, allerdings durch § 107 Abs. 3 AktG und den DCGK als effizienzfördernd empfohlen, ist die Arbeitsteilung des Aufsichtsrates in Ausschüssen in Abhängigkeit von der Größe und den spezifischen Gegebenheiten des Unternehmens.<sup>57</sup> Daher wird in diesem Zusammenhang eine temporäre Einrichtung eines „Transaktionsausschusses“ angeregt oder die Einrichtung eines permanenten „Ausschusses für Strategie, Finanzen und Investitionen“<sup>58</sup> befürwortet, um eine intensive, enge, zeitgerechte, engagierte und kompetente Einbindung<sup>59</sup> in das *Transaktionsgeschehen* zu gewährleisten.

### 1.4.3 Vorstand

Gemäß § 76 Abs. 1 AktG leitet der Vorstand unter eigener Verantwortung und aus eigener Initiative<sup>60</sup> die Gesellschaft. In seinem Handeln ist er dabei dem „Wohle der Gesellschaft“ verpflichtet (§ 93 Abs. 1 AktG). Mit der Definition der Aktiengesellschaft als juristische

<sup>53</sup> Vgl. HABERSACK, § 111 AktG (2013), Rn. 12, LUTTER/KRIEGER/VERSE, Aufsichtsrat (2014), S. 32 f., Rn. 58 und S. 37 f., Rn. 67.

<sup>54</sup> Mit seinem rechtsbeschreibenden Teil spiegelt der Kodex die Gesetzeslage wider; mit seinem empfehlenden und anregenden Teil steht dieser ergänzend zu den gesetzlichen Normen. Zur Trennung in rechtsbeschreibenden Teil einerseits sowie Empfehlungs- und Anregungsteil andererseits vgl. RINGLEB, DCGK (2014), Rn. 54 ff.

<sup>55</sup> Statt vieler vgl. m. w. N. WEBER-REY/BUCKEL, DCGK (2011), S. 845 ff., RINGLEB, DCGK (2014), Rn. 63 ff.

<sup>56</sup> Vgl. GOETTE, § 161 AktG (2013), Rn. 35, BULL, Anforderungen (2014), S. 8, Fn. 53.

<sup>57</sup> Vgl. LUTTER, Corporate Governance (2001), S. 229, REGIERUNGSKOMMISSION DEUTSCHER CORPORATE GOVERNANCE KODEX, DCGK (2014), S. 9 f.

<sup>58</sup> Vgl. KREMER, DCGK (2014), Rn. 935 unter Verweis auf LUTTER, Corporate Governance (2001), S. 229. LUTTER fordert in dieser Quelle lediglich die Bildung von drei Ausschüssen, wovon einer ein Audit-Committee sein sollte.

<sup>59</sup> Vgl. KREMER, DCGK (2014), Rn. 931.

<sup>60</sup> Vgl. SPINDLER, § 76 AktG (2014), Rn. 1.

Fairness Opinion

Anspruch – Fähigkeit – Wirklichkeit

Zimmermann, M.

2016, XXI, 263 S. 34 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-12162-4