

# Die Barabfindung außenstehender Aktionäre nach den §§ 305 und 320 b AktG: Stand-alone-Prinzip oder Verbundberücksichtigungsprinzip?

von

Dipl.-Kfm. DR. IUR. HOLGER FLEISCHER, LL. M., Köln

ZGR 1997, 368–400

## *Inhaltsübersicht*

I. Thema . . . . .	368
II. Meinungsstand . . . . .	370
1. Gesellschaftsrecht . . . . .	371
2. Betriebswirtschaft . . . . .	372
3. Unternehmensbewertung als Tat- oder Rechtsfrage?. . . . .	374
III. Betriebswirtschaftliche Grundlagen. . . . .	376
1. Synergiebegriff . . . . .	376
2. Synergiedimensionen . . . . .	377
IV. Gesellschaftsrechtlicher Beurteilungsrahmen . . . . .	378
1. Probleme der Synergiemessung. . . . .	378
2. Wortauslegung und verfassungsrechtlicher Rahmen . . . . .	383
3. Gesetzssystematik. . . . .	386
4. Ordnungspolitische Erwägungen. . . . .	388
5. Funktionelle Interpretation . . . . .	389
6. Rechtsvergleichung: Das Abfindungsrecht im amerikanischen Gesellschaftsrecht	394
V. Aufteilung der Verbundeffekte . . . . .	398
VI. Zusammenfassung . . . . .	399

## *I. Thema*

Fragen der Unternehmensbewertung gehören zu den Forschungsgebieten, die Gesellschaftsrecht und Betriebswirtschaftslehre miteinander teilen. Darin liegt ihr Reiz, aber auch ihre Schwierigkeit. Dauerhaft tragfähige Lösungen lassen sich nicht durch einzelwissenschaftliche Betrachtung, sondern nur durch ein Hin- und Herwandern des Blickes zwischen den beiden Nachbardisziplinen gewinnen<sup>1</sup>. Die Grundlagen für eine solche fächerübergreifende Zusammenschau sind gelegt. Wie das neuere Schrifttum bestätigt, ist das Wissen um und die Aufgeschlossenheit für

1 Vgl. zum Verhältnis der beiden Nachbarwissenschaften die grundsätzlichen Beiträge von SCHANZE, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 5. Aufl., 1993, Bd. II, Sp. 3759, Stichwort: Rechtswissenschaft und Betriebswirtschaftslehre; K. SCHMIDT, in: Kotsiris, Law at the Turn of the 20th Century, 1996, S. 339; R. H. SCHMIDT, AG 1996, 250; WALZ, AG 1996, 161; monographisch ferner BEHRENS, Die ökonomischen Grundlagen des Rechts, 1986.

die Forschungserträge des jeweils anderen Faches in den vergangenen Jahren beständig gewachsen. Juristen haben gelernt, daß der Wert eines Unternehmens keine objektive Größe ist, sondern stets einen gewissen Subjektbezug aufweist<sup>2</sup>. Sie haben weiter verinnerlicht, daß sich ein Unternehmenskäufer bei seinen Preisvorstellungen in erster Linie an den zukünftigen Erträgen der Zielgesellschaft orientiert. Umgekehrt haben Betriebswirte erkannt, daß eine streng subjektspezifische Bewertung nicht für alle Bewertungsanlässe geeignet ist und objektive Meßverfahren ihre Bedeutung behalten, sofern ein besonderes Erfordernis zur Konventionalisierung des Wertermittlungsprozesses besteht<sup>3</sup>. Dieser fruchtbare Dialog über die Disziplinargrenzen soll hier am Beispiel der Barabfindung außenstehender Aktionäre nach den §§ 305 und 320 b AktG fortgeführt und vertieft werden.

Außenstehende Aktionäre, die im Gefolge eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags (§ 291 Abs. 1 AktG) oder einer Eingliederung durch Mehrheitsbeschluß (§ 320 Abs. 1 AktG) aus der Gesellschaft ausscheiden, haben Anspruch auf eine angemessene Abfindung. Für Streitigkeiten über die Abfindungshöhe stellt § 306 AktG das sogenannte Spruchstellenverfahren zur Verfügung. In Übereinstimmung mit den Bewertungsmaßstäben der modernen Betriebswirtschaftslehre legt die Rechtsprechung dort fast durchgängig die Ertragswertmethode zugrunde<sup>4</sup>. Danach werden die nachhaltig erzielbaren Einnahmeüberschüsse der abhängigen Gesellschaft vorausgeschätzt, auf den Bewertungsstichtag abgezinst und solchermaßen zum Ertragswert kapitalisiert<sup>5</sup>. Zusätzlich zum Ertragswert wird das nicht betriebsnotwendige Vermögen mit dem erzielbaren Veräußerungserlös in Ansatz gebracht. All das ist überzeugend und hier nicht weiter zu verfolgen. Noch nicht befriedigend gelöst sind dagegen wichtige Einzelfragen innerhalb der Ertragswertmethode. Dazu zählen etwa die Bestimmung des Unternehmerrisikozuschlags und des Geldentwertungsabschlags, die beide mit

- 2 Eingehend dazu die Gesamtdarstellungen von GROSSFELD, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 3. Aufl., 1994; und PILTZ, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., 1994.
- 3 Vgl. dazu mit unterschiedlicher Akzentuierung BALLWIESER, Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, 3. Aufl., 1990; BELLINGER/VAHL, Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis, 2. Aufl., 1992; HELBLING, Unternehmensbewertung und Steuern, 8. Aufl., 1995; MOXTER, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 1983; für eine Sammelrezension jüngerer betriebswirtschaftlicher Abhandlungen zur Unternehmensbewertung ferner KRAG, DBW 1993, 683 ff.; zuletzt DRUKARCZYK, Unternehmensbewertung, 1996.
- 4 Einzelnachweise bei HÜFFER, Komm. z. AktG, 2. Aufl, 1995; § 305 Rdn. 19; W. MÜLLER, in: Wirtschaftsprüfer-Handbuch, 11. Aufl., 1996; Bd. I, Abschnitt R Tz. 333.
- 5 Vgl. dazu des näheren DÖRNER, in: Wirtschaftsprüfer-Handbuch, 10. Aufl., 1992, Bd. II, Abschnitt A Tz. 41 ff; JACOBS/SCHEFFLER, in: Handwörterbuch des Rechnungswesens, 3. Aufl., 1993, Sp. 1931 ff, Stichwort: Unternehmensbewertung; KORTH, BB Beilage 19/1992, 5 ff; SIEBEN, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 5. Aufl., 1993, Sp. 4315, 4324 ff, Stichwort: Unternehmensbewertung.

umgekehrten Vorzeichen in den Kapitalisierungszinsfuß eingehen<sup>6</sup>. Schwierigkeiten bereitet auch die genaue Abgrenzung des betriebsnotwendigen Vermögens<sup>7</sup>. Auf die Probe gestellt wird der juristische und ökonomische Scharfsinn aber vor allem durch ein Problem, das bei Unternehmenszusammenführungen mit beständiger Regelmäßigkeit wiederkehrt: die Behandlung von Synergieeffekten bei der Barabfindung außenstehender Anteilseigner. Der Fragenkreis wird nachfolgend aus dem Blickwinkel der §§ 305 und 320 b AktG ausgeleuchtet. Seine grundsätzliche Bedeutung reicht freilich darüber hinaus, weil das Gesellschaftsrecht weitere Abfindungsfälle kennt<sup>8</sup> und die 13. EG-Richtlinie<sup>9</sup> zu einer abermaligen Ausdehnung dieses Rechtsinstituts führen könnte.

Die unterschiedlichen Grundpositionen sind mit wenigen Worten aufgezeigt. Ausgeschiedene Anteilseigner machen im Spruchstellenverfahren immer wieder geltend, daß die Obergesellschaft durch den Verbund mit dem beherrschten oder eingegliederten Unternehmen beträchtliche wirtschaftliche Vorteile erziele. Unter Hinweis darauf, daß der Mehrerfolg erst durch ihr Ausscheiden ermöglicht werde, fordern sie eine angemessene Beteiligung an diesen Synergievorteilen (*sogenanntes Verbundberücksichtigungsprinzip*). Das herrschende Unternehmen hält dem entgegen, daß solche Vorteile kaum greifbar seien und ihre Realisierung allein auf den unternehmerischen Anstrengungen der Konzernspitze beruhe. Die Ermittlung der Abfindungshöhe müsse deshalb unter Ausschluß möglicher Synergieeffekte erfolgen (*sogenanntes Stand-alone-Prinzip*).

## II. Meinungsstand

Gesellschaftsrecht und Betriebswirtschaftslehre haben sich wiederholt mit den Argumenten beider Seiten auseinandergesetzt, ohne daß sich bislang eine einvernehmliche Meinungsbildung abzeichnet. Gegner und Befürworter einer Beteiligung der Minderheitsaktionäre stehen sich unverändert in scharfer Antithese gegenüber. Die Frontenstellung detailgetreu nachzuzeichnen, ist allerdings nicht einfach. *Interdisziplinäre* Verständigungsbarrieren und *intradisziplinäre* Bewertungsunterschiede führen insgesamt zu einer zweifach geteilten Schlachtordnung.

6 Vgl. dazu etwa SEETZEN, WM 1994, 45, 48 f mit umfassenden Nachweisen aus der Rechtsprechung.

7 Vgl. zuletzt BayObLG AG 1996, 127; WEISS, FS Semler, 1993, S. 631 ff.

8 Vgl. §§ 29 und 30 UmwG; eingehend dazu GRUNEWALD, FS Boujong, 1996, S. 175 ff.

9 Vgl. den neuen Vorschlag der Kommission für eine 13. Richtlinie über Übernahmeangebote vom 7. 2. 1996, abgedruckt in AG 1996, 217 ff; dazu KRAUSE, AG 1996, 209; und NEYE, DB 1996, 1121.

## 1. Gesellschaftsrecht

### a) Rechtsprechung

Die Judikatur der Oberlandesgerichte hat sich ganz überwiegend gegen eine Einbeziehung von Verbundvorteilen ausgesprochen<sup>10</sup>. Repräsentativ für die Spruchstellenpraxis ist ein kürzlich ergangener Beschluß des Bayerischen Obersten Landesgerichts<sup>11</sup>, der einen prozessualen Schlußstrich unter einen knapp zehn Jahre währenden (Abfindungs-)Rechtsstreit zieht. Synergieeffekte, so heißt es in der Begründung, seien den subjektiven Entscheidungskomponenten zuzurechnen und könnten deshalb bei einer objektivierten Wertfindung keine Berücksichtigung finden<sup>12</sup>. Einen schmalen Spalt hält der Senat allein für solche Fälle offen, in denen die abhängige Gesellschaft Verbundvorteile mit beliebig vielen Partnern erreichen könne. Obwohl er diesen Ausnahmetatbestand nicht näher umreißt, steht ihm als (ein) Modellsachverhalt wohl der körperschaft- und gewerbesteuerliche Verlustvortrag vor Augen. Ein solcher Verlustvortrag, so hatte das OLG Düsseldorf in einer vielbeachteten Entscheidung judiziert<sup>13</sup>, sei für einen unübersehbar großen Kreis potentieller Erwerber ein wirtschaftlicher Vorteil und müsse deshalb als selbständiger Vermögensgegenstand in die Unternehmensbewertung einfließen.

### b) Rechtslehre

In der Rechtslehre hat vor allem *Mertens* den Versuch unternommen, die Richtigkeit des Stand-alone-Prinzips mit ökonomischen und juristischen Argumenten zu untermauern<sup>14</sup>. Zur Begründung zieht er einmal die beruflichen Standards der Wirtschaftsprüfer heran; zum anderen führt er eine Reihe gesellschaftsrechtlicher Gesichtspunkte ins Feld, insbesondere das Argument, daß das AktG einer Gesellschaftermehrheit in den Rechtsfiguren Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag rechtlich institutionalisierte Möglichkeiten zur Umstrukturierung des Unternehmens zur Verfügung stellt. Die Kommentar- und Lehrbuchliteratur liegt mehrheitlich auf derselben Linie<sup>15</sup>; sie beruft sich vor allem auf Schwierigkeiten der Syn-

10 Vgl. OLG Celle AG 1979, 230, 233; OLG Düsseldorf AG 1977, 168, 169; OLG Frankfurt AG 1989, 442, 443; OLG Hamburg AG 1980, 163, 165; siehe ferner LG Dortmund AG 1996, 278, 279.

11 Vgl. BayObLG AG 1996, 127.

12 BayObLG AG 1996, 127, 128.

13 Vgl. OLG Düsseldorf WM 1988, 1052, 1056; zustimmend GROSSFELD, EWiR 1988, 745; kritisch WERNER, WuB II A. § 320 AktG 1.88. Abweichend OLG Hamburg AG 1990, 163, 165.

14 Vgl. MERTENS, AG 1992, 321 ff.

15 Vgl. EMMERICH/SONNENSCHNIG, Konzernrecht, 5. Aufl., 1993, S. 333; FISCHER, in: Hölter, Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 4. Aufl., 1996, Teil II, Rdn. 357; HÜFFER, aaO (Fn. 4), § 305 AktG Rdn. 22; KOPPENSTEINER, Kölner Komm. z.

ergiemessung. Auch unter den Gesellschaftsrechtlern fehlt es indessen nicht an Stimmen, die eine Beteiligung der Minderheitsaktionäre für rechtlich geboten halten<sup>16</sup>. *Grossfeld*, ein führender Repräsentant dieser Richtung, macht geltend, daß ein freiwillig ausscheidender Gesellschafter normalerweise einen Preis aushandele, der den künftigen Kooperationsvorteil für den übernehmenden Gesellschafter reflektiere. Dieser Maßstab müsse auch beim zwangsweisen Ausscheiden gelten, weil der ausscheidende Aktionär anderenfalls keine volle Entschädigung für seinen Anteil erhalte und der Übernehmer aus konzentrationspolitischer Sicht zu billig erwerbe<sup>17</sup>.

## 2. Betriebswirtschaft

### a) Praxis der Unternehmensbewertung

Der Standpunkt der Praxis spiegelt sich in den sogenannten Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen wider<sup>18</sup>. Diese vom Institut der Wirtschaftsprüfer ausgearbeiteten Berufsrichtlinien unterscheiden zwei verschiedene Meßgrößen: den objektivierten Unternehmenswert und den subjektiven Entscheidungswert<sup>19</sup>. Jener ermittelt den Wert des Unternehmens so, wie es steht und liegt; dieser drückt den Wert des Unternehmens in einem mehr oder weniger veränderten Fortführungskonzept aus. Welcher der beiden Werte im Einzelfall maßgeblich ist, hängt nach den HFA-Grundsätzen von der jeweiligen Funktion des Wirtschaftsprüfers ab. Werde er als Sachverständiger vor Gericht tätig, so habe er einen objektivierten Wert als „Ausgangsgrundlage“ vorzulegen<sup>20</sup>. In der Praxis wird diese unscharfe Formulierung dahin verstanden, daß die Ermittlung der Abfindungshöhe im Rahmen der §§ 305 und 320 b AktG ausschließlich auf Stand-alone-Basis zu erfolgen hat. In diese Richtung weisen namentlich die Erläuterungen im Wirtschaftsprüfer-Handbuch, wo es unter Berufung auf eine – allerdings schon zwanzig Jahre zurückliegende – Abhandlung von *Meilicke*<sup>21</sup> heißt, die Einbeziehung von

AktG, 2. Aufl., 1987, § 305 Rdn. 22; KRIEGER, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd. IV, 1988, § 70 Rdn. 80; RÄNSCH, AG 1984, 202, 206 f; SEETZEN, WM 1994, 45, 49; WERNER, FS Steindorff, 1990, S. 303, 314 ff.

16 Vgl. GANSWEID, AG 1977, 334, 338 f; KÜBLER/R. SCHMIDT, Gesellschaftsrecht und Konzentration, 1988, S. 83; REUL, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrollaktionen, 1991, S. 220; wohl auch LUTTER, ZGR 1979, 401, 416 ff; de lege ferenda ferner DORALT, ZGR 1991, 252, 258 f.

17 Vgl. GROSSFELD, aaO (Fn. 2), S. 116 f.

18 HFA-Stellungnahme 2/1983, WPg 1983, 468 ff.

19 Vgl. HFA 2/1983, WPg 1983, 468, 472 r. Sp. Kritisch dazu SCHILDBACH, BFuP 1993, 25 ff; ferner BRETZKE, BFuP 1993, 39 ff, der insbesondere die statische Betrachtungsweise des objektivierten Unternehmenswertes bemängelt.

20 HFA 2/1983, WPg 1983, 468, 473 l. Sp.

21 MEILICKE, Die Barabfindung für den ausgeschlossenen oder ausscheidungsberechtigten Minderheits-Kapitalgesellschafter, 1975, S. 78.

Verbundvorteilen sei aufgrund der Rechtslage nicht erforderlich<sup>22</sup>. Einzelne Passagen in der nunmehr erschienenen Neuauflage des ersten Bandes könnten indessen auf einen vorsichtigen Sinneswandel hindeuten<sup>23</sup>.

### b) Theorie der Unternehmensbewertung

Die Theorie der Unternehmensbewertung spricht sich geschlossen für eine Aufteilung der Verbundeffekte aus<sup>24</sup>. Ihre Grundeinsichten beruhen auf den Erkenntnissen der sogenannten Kölner Funktionenlehre, die mit der Beratungs-, Vermittlungs- und Argumentationsfunktion drei Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung unterscheidet<sup>25</sup>. Beachtung verdienen vorliegend vor allem die Überlegungen von *Matschke*, der in seiner Habilitationsschrift das theoretische Fundament für die Vermittlungsfunktion der Unternehmensbewertung gelegt hat<sup>26</sup>. Seiner Konzeption zufolge muß der Wirtschaftsprüfer als Schiedsgutachter einen Arbitriumwert vorschlagen, der zwischen den Interessen der konfligierenden Parteien vermittelt. In den Fällen der §§ 305 und 320 b AktG hält er einen Schiedswert für sachgerecht, der zwischen der Preisobergrenze des ausscheidenden Aktionärs – ausschließlich Synergien – und der Preisuntergrenze des Mehrheitsgesellschafters – einschließlich Synergien – liegt<sup>27</sup>. Eine solche mittlere Lösung sei wohlfahrtstheoretisch zwar nicht zwingend zu begründen. Ihr entscheidender Vorzug liege aber darin, daß sie tendenziell unerwünschten Konzentrationswirkungen entgegenwirke, ohne zugleich sämtliche Anreize für tendenziell wünschenswerte Konzernierungsvorgänge zu beseitigen. In der Kritik an dem Stand-alone-Prinzip trifft sich *Matschke* mit den Überlegungen von *Moxter*, der als erster allgemeine Anforderungen an die Unternehmensbewertung gestellt und sie in eine Reihe von Einzelprinzipien ausgemünzt hat. Zu den Grundsätzen ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung rechnet er auch das sogenannte Verbundberücksichtigungs-

22 Vgl. DÖRNER, aaO (Fn. 5), Abschnitt A Tz. 26 und 28. Sehr zurückhaltend auch TREP-TOW, in: IDW, Reform des Umwandlungsrechts, 1993, S. 155, 169 f.

23 Vgl. die Bemerkungen von GREWE, Wirtschaftsprüfer-Handbuch, 11. Aufl, 1996, Bd. I, Abschnitt O Tz. 833; sowie W. MÜLLER, aaO (Fn. 4), Abschnitt R Tz. 323 Fn. 442 unter Hinweis auf den Beitrag von *Busse von Colbe*.

24 Vgl. DRUCARCZYK, AG 1973, 357, 360 f; KRAG, BFuP 1978, 255, 256; DERS., DBW 1993, 683, 686; KÜTING, BFuP 1981, 175, 189; sowie die in den nachfolgenden Fußnoten Genannten.

25 Zusammenfassend SCHILDBACH, BFuP 1993, 25 ff; SIEBEN, aaO (Fn. 5), Sp. 4315, 4316 ff.

26 Vgl. MATSCHKE, Funktionale Unternehmensbewertung, Bd. II, Der Arbitriumwert, 1979; ferner DERS., BFuP 1981, 115 ff.

27 Vgl. MATSCHKE, BFuP 1981, 115, 123 f; DERS., aaO (Fn. 26), S. 203 mit dem weiteren Hinweis, der Ausscheidende sei kein „parasitärer“ Teilhaber am größeren unternehmerischen Geschick des Übernehmers, denn der Übernehmer könnte den möglichen Vorteil ohne die Zustimmung des Ausscheidenden nicht erzielen.

prinzip, das er mit dem Fairneßgebot in Verbindung bringt<sup>28</sup>. Sein Schüler *Böcking* hat diesen Ansatz kürzlich aufgegriffen und unter dem programmatischen Titel „Das Verbundberücksichtigungsprinzip als Grundsatz ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung“ gegen Einwände aus der Rechtswissenschaft verteidigt<sup>29</sup>. Herauszustellen ist schließlich noch die gründliche Analyse von *Busse von Colbe*, der in seiner Replik auf den Beitrag von *Mertens* darauf aufmerksam macht, daß Synergievorteile ein häufiges Motiv zum Erwerb von Mehrheitsbeteiligungen und zum Abschluß von Beherrschungsverträgen seien<sup>30</sup>.

### 3. Unternehmensbewertung als Tat- oder Rechtsfrage?

Der Streifzug durch die Disziplinen führt geradewegs zu einer ersten Weggabelung auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung: dem Verhältnis von Rechts- und Wirtschaftswissenschaften bei der Ermittlung der Abfindungshöhe. In der wissenschaftlichen Diskussion wird die Rollenverteilung zwischen den beiden Nachbarfächern zumeist unter der Überschrift abgehandelt, ob die Unternehmensbewertung als Tat- oder Rechtsfrage anzusehen sei<sup>31</sup>. Rechtsprechung und Rechtslehre halten unterschiedliche Antworten bereit.

Der Bundesgerichtshof hat in der Kali- und Salz-Entscheidung ausgeführt, daß die Wahl der richtigen Bewertungsmethode keine Rechtsfrage sei. Vielmehr unterliege es dem pflichtgemäßen Urteil der mit der Bewertung befaßten Fachleute, unter den in der Betriebswirtschaft vertretenen Verfahren das im Einzelfall geeignet erscheinende auszuwählen<sup>32</sup>. Diesen Standpunkt hat er in einer neueren Leitentscheidung zum Abfindungsanspruch eines GmbH-Gesellschafters bekräftigt. Ob die Ermittlung des Unternehmenswertes auf der Grundlage des Ertrags- oder des Substanzwertverfahrens erfolgen müsse, so heißt es dort, falle in die Kompetenz des sachverständig beratenen Tatrichters<sup>33</sup>. Daran ist sicher richtig, daß ein Revisionsgericht nicht die Aufgabe hat, betriebswirtschaftliche Theorien bis in ihre Verästelungen zu verfolgen und eine von ihnen mit den Insignien höchstrichterlicher Autorität auszustatten. Ein weiterer Erkenntnisfortschritt ist auch in der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre nicht ausgeschlossen. Es wäre deshalb in der Tat

28 Vgl. MOXTER, aaO (Fn. 3), S. 91 ff.

29 Vgl. BÖCKING, FS Moxter, 1994, S. 1407 ff.

30 Vgl. BUSSE VON COLBE, ZGR 1994, 595, 603 ff.

31 Vgl. MEILICKE, aaO (Fn. 21), S. 27 ff; MERTENS, AG 1992, 321, 322; NEUHAUS, Unternehmensbewertung und Abfindung, 1990, S. 63 ff; PILTZ, aaO (Fn. 2), S. 121 ff.

32 Vgl. BGH NJW 1978, 1316, 1318 f (insoweit in BGHZ 71, 40 nicht abgedruckt).

33 Vgl. BGHZ 116, 359, 370 f.

vorschnell, etwas als rechtlich geboten hinzustellen, was sich aus der Sicht der zuständigen Wissenschaft in Zukunft als bedenklich erweisen könnte<sup>34</sup>.

Dennoch vermag die (höchst-)richterliche Zurückhaltung nicht vollständig zu überzeugen<sup>35</sup>. Bewertungsprobleme sind, wo immer sie Rechtsfolgen auslösen, auch Rechtsprobleme. Das ist im Steuerrecht seit langem anerkannt<sup>36</sup> und kann im Gesellschaftsrecht nicht abweichend beurteilt werden. Auch dort beansprucht der Gedanke von der Normprägung der Unternehmensbewertung uneingeschränkte Gültigkeit: Nicht betriebswirtschaftliche Theorien, sondern rechtliche Zielvorgaben sind der Leitstern der Bewertung. Nach dem Muster der Wirtschaftspolitik, die durchweg in Ziel-Mittel-Beziehungen denkt<sup>37</sup>, ist deshalb wie folgt zu unterscheiden: Die *Bewertungsziele* sind der Betriebswirtschaftslehre von der Rechtsordnung heteronom vorgegeben; über die zieladäquaten *Bewertungsmethoden* entscheidet sie aus eigenem Sachverstand. Für die Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung gilt mithin nichts anderes als für die Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung und Bilanzierung (§ 243 Abs. 1 HGB)<sup>38</sup>. Hier wie dort bilden die beruflichen Standards der Wirtschaftsprüfer<sup>39</sup> und die Forschungsergebnisse der Wissenschaft<sup>40</sup> eine wichtige Erkenntnisquelle; rechtsbildende Kraft kommt ihnen aber in keinem Falle zu. Führt man das Bild aus dem Bilanzrecht (ital.: *la bilancia* = Waage) fort, so läßt sich als Antwort auf die Frage nach der interdisziplinären Arbeitsteilung im Rahmen der §§ 305 und 320 b AktG formulieren: *Was* auf die Gerechtigkeitswaage zu legen ist, entscheidet das Gesellschaftsrecht; *wie* die einzelnen Gewichte zu wägen sind, obliegt der Betriebswirtschaftslehre. Der Konflikt zwischen dem Verbundberücksichtigungs- und dem Stand-alone-Prinzip ist folglich

- 34 Auf einer ähnlichen Überlegung beruht auch die sprachliche Neufassung des § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG; vgl. Begründung BT-Drucks. 12/6699, S. 94; HÜFFER, aaO (Fn. 4), § 305 AktG Rdn. 26.
- 35 Kritisch auch GROSSFELD, aaO (Fn. 2), S. 8 ff; HÜFFER, aaO (Fn. 4), § 305 AktG Rdn. 17, KOPPENSTEINER, aaO (Fn. 15), § 305 AktG Rdn. 30; PILTZ, aaO (Fn. 2), S. 121; RÄNSCH, AG 1984, 202, 205 f; K. SCHMIDT, Handelsrecht, 4. Aufl., 1994, S. 73 f; WEISS, FS Semler, S. 631, 637. Dem BGH vorbehaltlos zustimmend aber MERTENS, AG 1992, 321, 322. Vgl. ferner die unterschiedlichen Standpunkte von LG München AG 1990, 404; und Bay-ObLG AG 1996, 127 in dem selben Spruchstellenverfahren.
- 36 Vgl. dazu RAUPACH, Wert und Wertermittlung im Steuerrecht, 1984.
- 37 Vgl. statt vieler MOLITOR, Wirtschaftspolitik, 2. Aufl., 1990, S. 29 ff.
- 38 Dazu etwa ADLER/DÜRING/SCHMALTZ, Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen, 5. Aufl., 1987, § 243 HGB Rdn. 3 ff; CREZELIUS, Bilanzrecht, 2. Aufl., 1995, S. 24 ff; GROSSFELD, Bilanzrecht, 2. Aufl., 1990, S. 21 f; K. SCHMIDT, aaO (Fn. 35), S. 428.
- 39 Insoweit zutreffend MERTENS, AG 1992, 321, 323 ff, der aber überzieht, wenn er die HFA-Grundsätze als (einzig) maßgebliche Richtlinie für Unternehmensbewertungen bezeichnet.
- 40 Insoweit zutreffend BÖCKING, FS Moxter, S. 1408, 1415 f, der die Wissenschaft als Primärquelle zur Generierung der Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung bezeichnet.

nach *rechtlichen* Grundsätzen zu entscheiden<sup>41</sup>. Auch dazu bedarf es freilich einer Grundvorstellung von den synergetischen Wirkmechanismen in der Unternehmensgruppe.

### III. Betriebswirtschaftliche Grundlagen

#### 1. Synergiebegriff

Verbundwirkungen haben Mitte der sechziger Jahre über die Planungs- und Managementliteratur Eingang in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre gefunden. Wegweisend waren die Arbeiten von *Ansoff*, der den Synergiebegriff geprägt und erstmals auf die Bedeutung von Verbundwirkungen für die Ausgestaltung der Organisationsstruktur hingewiesen hat<sup>42</sup>. Dieser (wirtschafts)wissenschaftlichen Entdeckung folgten alsbald eine Reihe von Vermessungsversuchen, die sich dem Phänomen mit theoretischen und empirischen Methoden näherten<sup>43</sup>. Heute gibt es zu nahezu allen Einzelfragen eine reiche Literatur, die bald von Verbund-, Ausstrahlungs- oder Integrationswirkungen<sup>44</sup>, bald von Kombinations- oder Kooperationseffekten spricht<sup>45</sup>. In der Sache steht hinter alledem die Beobachtung, daß eine Unternehmensverbindung eine leistungsfähigere Wirtschaftseinheit hervorbringen kann, die höhere Erträge erwirtschaftet als die vormalig unverbundenen Teileinheiten. Ursächlich für diesen Wertzuwachs, der im Schrifttum gelegentlich als „2 + 2 = 5 -Effekt“ bezeichnet wird<sup>46</sup>, ist die gemeinsame Nutzung von Ressourcen.

41 Im Ergebnis ebenso WERNER, FS Steindorff, S. 303, 306.

42 Vgl. ANSOFF, *Corporate Strategy*, 1965, S. 79: „We shall call this effect synergy“. Die wichtigste Primärquelle aus jüngster Zeit bildet PORTER, *Competitive Advantage*, 1985.

43 Vgl. für eine Zusammenstellung der verschiedenen Entwicklungsphasen EHRENSBERGER, *Synergieorientierte Unternehmensintegration*, 1994, S. 2 ff mit umfassenden Nachweisen.

44 Vgl. ARNOLD, *WiSt* 1985, 269, 270; BÜHNER, *Strategie und Organisation*, 1985, S. 26; GÄLWEILER, in: *Handwörterbuch der Planung*, 1989, Sp. 1935, 1936 f, Stichwort: Synergiepotentiale; EISENFÜHR, *ZfbF* 1971, 467 ff; DILLER, *WiSt* 1976, 177, 178; WELGE, in: *Handwörterbuch der Betriebswirtschaft*, 4. Aufl., 1975, Bd. III, Sp. 3800, 3802, Stichwort: Synergie; TEECE, *JEBO* 1980, 223, 224.

45 Vgl. HOVERS, *Wachstum durch Firmenkauf und Zusammenschluß*, 1973, S. 31; TRÖNDLE, *Kooperationsmanagement*, 1987, S. 42.

46 Grundlegend ANSOFF, *Management-Strategie*, 1966, S. 97; ferner LEONTIADES, *Mischkonzerne verändern die Welt: Der Synergiefaktor jenseits der Monopole*, 1987, S. 12; PÜMPIN, *The Essence of Corporate Strategy*, 1987, S. 11; WELGE, aaO (Fn. 44), Sp. 3800, 3801; WESTON/COPELAND, *Managerial Finance*, 8. Aufl., 1986, S. 919.

## 2. Synergiedimensionen

Der solchermaßen definierte Synergiebegriff läßt sich nach verschiedenen Richtungen entfalten. Eine verbreitete Einteilung knüpft an die betrieblichen Funktionsbereiche an, in denen Verbundwirkungen entstehen können und unterscheidet: (a) Synergien im Absatz- und Produktionsbereich durch gemeinsame Nutzung von Vertriebswegen und die bessere Auslastung von Maschinenkapazitäten, (b) Synergien im Investitions- und Finanzbereich durch gemeinsame Nutzung von Produktionsmitteln sowie durch einen Finanzmittelausgleich zwischen einzelnen Produktbereichen, (c) Synergien im Führungsbereich durch Übertragung von Wissen und Sachkenntnis in der wirtschaftlichen Führung eines Geschäfts und der Vermarktung neuer Produkte, (d) Synergien im Forschungs- und Entwicklungsbereich durch Zusammenlegung von Forschungsabteilungen und Know-how-Transfer<sup>47</sup>.

In Abhängigkeit von ihrem zeitlichen Auftreten lassen sich des weiteren Synergien in der Start- und in der Durchführungsphase unterscheiden<sup>48</sup>. Startsynergien können unmittelbar nach der Unternehmenszusammenführung realisiert werden. Häufig handelt es sich um Verbundeffekte im Investitions- und Finanzbereich; aber auch die Zeitersparnis beim Markteintritt gehört hierher. Demgegenüber werden Synergien in der Durchführungsphase erst nach einem gewissen zeitlichen und organisatorischen Vorlauf freigesetzt. Fallen diese Synergien nicht nur einmalig, sondern laufend an, so spricht man auch von operativer Synergie<sup>49</sup>. Diese Unterscheidung zwischen „start-up-“ und „operating-synergies“<sup>50</sup> spielt namentlich bei der Bewertung eine große Rolle, denn der Barwert der möglichen Verbundeffekte wird nicht nur durch die Höhe der Ertragsüberschüsse, sondern auch durch ihre zeitliche Verteilung beeinflusst.

Eine dritte Klassifizierung knüpft an die rechtlichen Stufen der Konzernierung an. Weil die Parteien eines Beherrschungsvertrages in aller Regel schon im Vorfeld durch eine Konzernleiter miteinander verbunden sind, läßt sich die Konzentrationsrente zeitlich und sachlich zerlegen. Ein Teil des Synergiepotentials kann bereits im Zeitpunkt des Kontrollerwerbs – durch die Zusammenfassung der Aktivitäten unter einheitlicher Leitung der Konzernspitze – abgeschöpft werden. Zu diesem Verbundeffekt I gehören etwa die bessere Organisation betrieblicher Abläufe, bessere Beziehungen zu den finanzierenden Banken oder Vorteile im Vertrieb durch

47 Vgl. BÜHNER, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 5. Aufl., 1993, Sp. 806, 816 f, Stichwort: Diversifikation; EHRENSBERGER, aaO (Fn. 43), S. 94 f; KÜTING, BFuP 1981, 175, 180 f.

48 Vgl. ANSOFF, aaO (Fn. 46) S. 104 ff; GÄLWEILER, aaO (Fn. 44), Sp. 1935, 1940 f; WELGE, aaO (Fn. 44), Sp. 3800, 3802; alle mit weiteren Nachweisen.

49 Vgl. GÄLWEILER, aaO (Fn. 44), Sp. 1935, 1940 f.

50 Vgl. außer den Vorgenannten auch HOVERS, aaO (Fn. 45), S. 76, 86 ff.

ein abgestimmtes Absatz- und Marketingkonzept. Als Verbundeffekt II läßt sich der Wertzuwachs in den weiteren Stadien der Konzernbildung kennzeichnen, der durch eine vertragliche Stabilisierung des Abhängigkeitsverhältnisses eintritt. Die Gründe dafür sind vielschichtig<sup>51</sup>. Ein Beherrschungsvertrag ermöglicht eine noch bessere Einbindung der Tochtergesellschaft in die einheitliche Konzernstrategie. Er beseitigt die durch § 311 AktG gezogenen Grenzen der Einflußnahme und enthebt die abhängige Gesellschaft der Verpflichtung zur Aufstellung und Prüfung eines Abhängigkeitsberichts. Darüber hinaus ist der Übergang zum Vertragskonzern häufig auch steuerlich motiviert. Der Abschluß von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen ebnet den Weg zur steuerrechtlichen Organschaft. Das hat für den Organträger den unschätzbaren Vorteil, alle Gewinne und Verluste des Organkreises miteinander verrechnen zu können, so daß Verluste einzelner Organglieder die Steuerbelastung der Gewinne anderer Organglieder mindern. Bei der Zusammenführung von Unternehmen spielt insbesondere der körperschaftsteuerliche Verlustvortrag der abhängigen Gesellschaft eine Rolle. Einzelheiten sind hier nicht darzustellen<sup>52</sup>.

#### IV. Gesellschaftsrechtlicher Beurteilungsrahmen

Die Schar der in Rechtsprechung und Rechtslehre angeführten Gesichtspunkte ist außerordentlich zahlreich. Sie umfaßt die gesamte Spannweite juristischer Argumentation und reicht von den klassischen Auslegungskanones über ordnungspolitische Erwägungen bis hin zu Praktikabilitätsüberlegungen. Mit letzteren sei hier begonnen, weil sie von juristischer Seite gerne in den Mittelpunkt der Diskussion gerückt werden.

##### 1. Probleme der Synergiemessung

Nach einem bekannten Wort von *Mestmäcker* kann die Betriebswirtschaftslehre rechtliche Lösungen zwar nicht determinieren; sie kann ihnen aber äußere

51 Vgl. die Beispiele aus der Unternehmenspraxis bei BÖCKING, FS Moxter, S. 1408, 1412 ff; und MÜLBERT, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 1995, S. 473.

52 Ausführlich dazu EMMERICH/SONNENSCHNEIN, aaO (Fn. 15), S. 187 ff; GROSSFELD, aaO (Fn. 2), S. 87 ff; KNOBBE-KEUK, Bilanz- und Unternehmenssteuerrecht, 9. Aufl., 1993, S. 696 ff; alle mit umfassenden Nachweisen. Zum Spezialproblem der Bewertung körperschaftsteuerlicher Verlustvorträge bei der Ertragsermittlung ausführlich LUTZ, BFuP 1993, 66 ff; ferner LEUTHNER, BFuP 1988, 505 ff zur Berücksichtigung der Besteuerung bei der Unternehmensbewertung.

Grenzen setzen<sup>53</sup>. Das zeigt sich besonders eindringlich in Fragen der Unternehmens- und Anteilsbewertung. Gerichte können bei der Bemessung der Abfindungshöhe nur solche Faktoren berücksichtigen, die sich in monetäre Größen übersetzen lassen. An diesem Punkt setzen die Gegner des Verbundberücksichtigungsprinzips mit ihrer Kritik an. Mit einer Vielzahl von Einwendungen suchen sie darzutun, daß eine genaue Bezifferung der Verbundvorteile beim gegenwärtigen Erkenntnisstand der Betriebswirtschaftslehre nicht möglich sei. Dabei überkreuzen sich drei Argumentationsebenen, die sorgsam zu trennen und nacheinander zu würdigen sind: das Meß-, das Informations- und das Zurechnungsproblem.

#### a) Das Meßproblem

Ein erster Einwand geht dahin, daß Synergieeffekte nicht hinreichend genau zu quantifizieren seien. Je nach Autorenstil werden die Bedenken eher deftig oder subtil vorgetragen. *Werner* macht geltend, daß der Umgang etwaiger Verbundvorteile kaum zuverlässig ermittelt, ja noch nicht einmal geschätzt werden könne<sup>54</sup>. *Emmerich* und *Sonnenschein* führen aus, daß Kooperationsvorteile meistens maßlos überschätzt und die anfangs unvermeidlichen Reibungsverluste ebensooft unterschätzt würden<sup>55</sup>. *Koppensteiner* spricht von den gewaltigen, wenn nicht überhaupt unlösbaren Schwierigkeiten bei der Feststellung von Verbundwirkungen<sup>56</sup>. *Ränsch* weist darauf hin, daß ihre Berücksichtigung nur Anlaß zu Auseinandersetzungen über die Abfindungshöhe biete und damit zur Verkomplizierung einer ohnehin komplizierten Frage beitrage<sup>57</sup>.

Einer kritischen Überprüfung halten diese Argumente nicht stand. Zwar ist auch in der Betriebswirtschaftslehre anerkannt, daß die Unternehmensbewertung nur auf der Grundlage eines Modells erfolgen kann, das die Komplexität der unternehmerischen Wirklichkeit angemessen reduziert<sup>58</sup>. Die weiterreichende Forderung nach einer Ausblendung aller Synergievorteile findet im wirtschaftswissen-

53 Vgl. MESTMÄCKER, in: Raiser/Sauermann/Schneider, Das Verhältnis der Wirtschaftswissenschaft zur Rechtswissenschaft, Soziologie und Statistik, Schriften des Vereins für Socialpolitik N. F., Bd. XXXIII, 1964, S. 103.

54 WERNER, FS Steindorff, S. 303, 317; ähnlich SEETZEN, WM 1994, 45, 49.

55 EMMERICH/SONNENSCHN, aaO (Fn. 15), S. 333.

56 KOPPENSTEINER, aaO (Fn. 15), § 305 AktG Rdn. 34.

57 RÄNSCH, AG 1984, 202, 206 f.

58 Grundlegend BALLWIESER, Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, 1. Aufl., 1983, 3. Aufl., 1990; ferner DERS., in: Gebhardt/Gerke/Steiner, Handbuch des Finanzmanagements, 1993, S. 151 ff. Zusammenfassend jüngerst SIEBEN, aaO (Fn. 5), Sp. 4315, 4322.

schaftlichen Schrifttum aber keinen Rückhalt<sup>59</sup>. Sie ist weder durch den Zwang zur Komplexitätsreduktion noch durch Schwierigkeiten der Synergiemessung veranlaßt. In einer Reihe von Fällen lassen sich die Verbundvorteile ohne größere Mühe beziffern. Der körperschaftsteuerliche Verlustvortrag der abhängigen Gesellschaft kann unmittelbar aus der Bilanz abgelesen werden. Ähnlich verhält es sich mit den Kosten der Erstellung und Prüfung des Abhängigkeitsberichts, über die das interne Rechnungswesen zuverlässig Auskunft gibt. Unabhängig davon hat die betriebswirtschaftliche Forschung bei der konzeptionellen Erfassung von Synergievorteilen in den vergangenen Jahren stürmische Fortschritte gemacht<sup>60</sup>. Den Anlaß dazu boten zunächst strategisch motivierte Akquisitionen, die sich mit den herkömmlichen Methoden der Unternehmensbewertung nicht sachgerecht einordnen ließen<sup>61</sup>. In jüngster Zeit sind zahlreiche Untersuchungen über das Synergiepotential sogenannter Strategischer Allianzen zwischen wirtschaftlich selbständigen Unternehmen hinzugetreten<sup>62</sup>. Die auf beiden Feldern gewonnenen Einsichten und die verfeinerten Meßverfahren zur Bewertung strategischer Erfolgseinheiten ermöglichen inzwischen eine zahlenmäßige Abschätzung aller wesentlichen Synergieeffekte<sup>63</sup>. Die von juristischer Seite beschworenen Bewertungsschwierigkeiten sind so nach kein hinreichender Grund für die Vernachlässigung von Verbundvorteilen.

#### *b) Das Informationsproblem*

Ein zweiter Einwand hat seinen Ursprung in dem eingeschränkten Informationshorizont des Bewerter. Das zum Ausgleich verpflichtete Unternehmen sei nicht gehalten, dem Bewerter die von ihm geplante Unternehmenspolitik und da-

59 Vgl. die in Fn. 24-30 Genannten, die allesamt für das Verbundberücksichtigungsprinzip eintreten und die Meßprobleme – implizit oder explizit – für nicht durchschlagend erachten.

60 Zusammenfassend und weiterführend jüngst EHRENSBERGER, Synergieorientierte Unternehmensintegration, 1994; ferner etwa KLEMM, Die Nutzung synergetischer Potentiale als Ziel strategischen Managements unter besonderer Berücksichtigung von Konzernen, 1990; ROPELLA, Synergie als strategisches Ziel der Unternehmen, 1989; SANDLER, Synergie: Konzept, Messung und Realisation, 1991; VIZJAK, Wachstumspotentiale durch strategische Partnerschaften, 1990.

61 Vgl. etwa COENENBERG/SAUTTER, DBW 1988, 691; SCHNEIDER, BFuP 1988, 522; SIEBEN/DIEDRICH, ZfbF 1990, 794.

62 Vgl. die Überblicksaufsätze von BACKHAUS/MEYER, WiSt 1993, 330 ff; MÜLLER/STEWENS, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 5. Aufl., 1993, Sp. 4063 ff, Stichwort: Strategische Partnerschaften; VOIGT, WiSt 1993, 246 ff; alle mit umfassenden Nachweisen.

63 Vgl. etwa die Vorgehensweise bei WEBER, in: Busse von Colbe/Coenenberg, Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung, 1992, S. 96, 106 ff; siehe jüngst auch OSADNIK, ZfB 1995, 69 ff.

mit die zu erwartenden Verbundvorteile offenzulegen<sup>64</sup>. Ebenso wenig bestehe eine rechtliche Bindung des herrschenden Unternehmens, an den einmal ins Auge gefaßten Planungen festzuhalten. Nach allem, was soeben zur Meßbarkeit von Synergieeffekten ausgeführt wurde, kann auch dieser Hinweis nur begrenzt überzeugen. Bisweilen sind Verbundvorteile für jeden sichtbar, in anderen Fällen lassen sie sich mindestens im Ansatz erkennen<sup>65</sup>. Die ungleiche Informationsverteilung zwischen herrschendem Unternehmen und außenstehendem Aktionär rechtfertigt mithin keine vollständige Ausblendung der Verbundvorteile, sondern gibt allenfalls Anlaß, über eine Ausweitung der Informationspflichten im Spruchstellenverfahren nachzudenken.

### c) Das Zurechnungsproblem

Größeres Kopfzerbrechen bereitet die logisch nachrangige Frage nach einem Verteilungsschlüssel für die einmal ermittelten Verbundvorteile. Hierzu hat die Betriebswirtschaftslehre in den vergangenen zwei Jahrzehnten eine Fülle von Vorschlägen unterbreitet. Häufig zitiert wird ein Beitrag von *Eisenführ*, der drei Aufteilungsregeln als faire Kompromißlösungen zur Diskussion stellt: (a) hälftige Teilung; (b) Teilung im Verhältnis der Ertragswerte; (c) Teilung im Verhältnis der Ertragswertzuwächse<sup>66</sup>. Andere Autoren halten allein eine Halbierung der Verbundeffekte für interessengerecht. Die Begründungen variieren. Manche heben den pragmatischen Charakter einer solchen Lösung hervor<sup>67</sup>, andere verweisen auf das Prinzip des unzureichenden Grundes<sup>68</sup>, und wieder andere nehmen auf spieltheoretische Modelle Bezug, für die sich eine hälftige Teilung nachweisen läßt<sup>69</sup>. Zuletzt wurde der Gedanke einer heuristischen Synergieanalyse ins Spiel gebracht<sup>70</sup>. Danach sollen den beteiligten Unternehmen partielle Synergiepotentiale direkt zugerechnet werden, wenn dies sachlich begründbar ist, während der Restbetrag des Synergieeffektes im Wege der Schlüsselung aufgeteilt wird.

Ein Anspruch auf Letztbegründung kann für keines der genannten Verfahren erhoben werden<sup>71</sup>. Die vielfach favorisierte Halbierung des Verbundeffektes behan-

64 Vgl. RÄNSCH, AG 1984, 202, 207; ihm folgend MERTENS, AG 1992, 328, 335; WERNER, FS Steindorff, S. 303, 317.

65 Ähnlich BUSSE VON COLBE, ZGR 1994, 595, 608; weiterführend OSSADNIK, ZfB 1995, 69, 76 ff.

66 Vgl. EISENFÜHR, ZfbF 1971, 57 ff.

67 Vgl. KÜTING, BFuP 1981, 175, 189.

68 Vgl. BÖCKING, FS Moxter, S. 1407, 1427.

69 Vgl. MATSCHKE, BFuP 1976, 517 ff.

70 Vgl. OSSADNIK, BFuP 1990, 457 ff.; DERS., ZfB 1995, 69 ff.

71 Zur Kritik an den vorgestellten Verfahren vgl. etwa BÖCKING, FS Moxter, S. 1407, 1426; KRAG, BFuP 1978, 254, 257 f.; MOXTER, aaO (Fn. 3), S. 92 f.; OSSADNIK, BFuP 1993, 46 ff.

delt die Konzernierung und die durch sie hervorgebrachten Verbundvorteile wie einen black-box-Vorgang, der einer betriebswirtschaftlichen Analyse nicht zugänglich ist. Zugleich läßt sie außer Betracht, daß Synergiepotentiale nur durch den energischen Einsatz des herrschenden Unternehmens in tatsächliche Synergien umgewandelt werden. Eine ertragswertanteilige Zurechnung bevorzugt tendenziell das herrschende Unternehmen und läßt unberücksichtigt, daß es ohne einen Verbund auch keinen Verbundvorteil gibt. Die Aufteilung eines Synergieeffektes im Verhältnis der Zukunftserfolgswertzuwächse erfordert für jede Gesellschaft einen fiktiven Vergleich der Zukunftserfolgswerte vor und nach dem Konzernierungsvorgang. Insgesamt gibt es daher keinen *zwingenden* Maßstab für eine gerechte Beteiligung von abzufindenden Minderheiten. Jede Aufteilung ist bis zu einem gewissen Grade willkürlich: Was erst durch das Zusammenwirken von Unternehmen an Mehrerträgen entsteht, kann dem einzelnen Verbundmitglied nicht zugerechnet werden; es ist gerade nicht durch das Verbundglied allein verursacht, sondern durch den Verbund<sup>72</sup>. Mit der exakten Zuteilung von Verbundvorteilen verhält es sich mithin nicht anders als bei anderen bekannten Zurechnungsproblemen, wie der Verteilung von Gemeinkosten auf Kostenstellen<sup>73</sup> oder derjenigen von Erfolgskomponenten höherer Ordnung auf Einflußgrößen<sup>74</sup>, für die sich die Forderung nach einer willkürfreien Zurechnung ebenfalls nicht realisieren ließ.

Das Landgericht Dortmund hat aus diesem Befund weitreichende Folgerungen für die Lösung des Ausgangsproblems gezogen. Da die Verbundeffekte nach dem Verursachungsprinzip nicht zweifelsfrei zugerechnet werden könnten, so die Kammer, müsse im Rahmen der §§ 305 und 320 AktG jegliche Aufteilung unterbleiben<sup>75</sup>. Diese Begründung, die im juristischen Schrifttum verbreitet Zuspruch gefunden hat<sup>76</sup>, ist kaum nachvollziehbar. Sie läßt unerörtert, daß Verbundeffekte nicht ohne die Beiträge beider Partner gedacht werden können und läuft im Ergebnis auf eine Rechtsverweigerung zu Lasten des Abfindungsberechtigten hinaus. Weshalb es rechtens sein soll, die Kooperationsvorteile allein dem herrschenden Unternehmen zuzuschlagen, bleibt – wie *Busse von Colbe* treffend bemerkt – das Geheimnis des Gerichts<sup>77</sup>. Sollte sich eine Verteilung der Verbundvorteile als rechtlich geboten erweisen, so sind Näherungslösungen dem juristischen „Agnostizismus“ vorzuziehen.

72 Vgl. MOXTER, aaO (Fn. 3), S. 92.

73 Dazu FLEISCHER, WuW 1995, 796, 801; FRANK, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 5. Aufl., 1993, Sp. 2418 ff, Stichwort: Kostenverursachung und Kostenzurechnung.

74 Dazu etwa KLOOCK, BFuP 1987, 109 ff; DELLMANN, ZfB 1987, 367 ff.

75 Vgl. LG Dortmund AG 1981, 236, 239.

76 Vgl. SEETZEN, WM 1994, 45, 49; WERNER; FS Steindorff, S. 303, 317.

77 Vgl. BUSSE VON COLBE, in: Busse von Colbe/Coenenberg, Unternehmensaquisition und Unternehmensbewertung, 1992, S. 173, 184. Zustimmend MOXTER, aaO (Fn. 3), S. 94.

#### d) Zwischenergebnis

Eine Bewertung auf Stand-alone-Basis ist durch Schwierigkeiten der Synergie-messung nicht veranlaßt. Die Prognose- und Informationsprobleme werden von juristischer Seite häufig überzeichnet; das neuere betriebswirtschaftliche Schrifttum wird nur unzulänglich ausgewertet. Die Parallele zur Debatte um die Justitiabilität des Ertragswertverfahrens ist augenfällig. Wie erinnerlich, haben die Gerichte lange Zeit an dem theoretisch überholten Substanzwertverfahren festgehalten und dies mit den Unwägbarkeiten einer Prognose über den zukünftigen Unternehmenserfolg begründet<sup>78</sup>. Wie ebenfalls erinnerlich, haben diese Bedenken den Siegeszug der Ertragswertmethode nicht aufzuhalten vermocht<sup>79</sup>. Nicht Praktikabilitäts-erwägungen, sondern juristisch-dogmatische Argumente müssen folglich darüber entscheiden, ob Verbundeffekte im Rahmen der §§ 305 und 320 b AktG zu berücksichtigen sind.

### 2. Wortauslegung und verfassungsrechtlicher Rahmen

#### a) Die Textaussage des § 305 AktG

In der juristischen Diskussion wird gelegentlich der Wortlaut des § 305 AktG zur Begründung des Stand-alone-Prinzips herangezogen. Das OLG Hamburg stützt sich auf die Formulierung des § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG (a.F.), wonach die Barabfindung die Vermögens- und Ertragslage der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlußfassung über den Unternehmensvertrag berücksichtigen muß. Daraus folgt nach Ansicht des Gerichts, daß zukünftige Verbundvorteile bei der Bemessung der Abfindungshöhe außer Betracht bleiben müssen<sup>80</sup>. Eine weitere Variante der Wortauslegung, die mit entstehungsgeschichtlichen und systematischen Argumenten angereichert ist, wird von *Mertens* ins Spiel gebracht<sup>81</sup>. Seiner Auffassung zufolge bietet der Gesetzestext keinerlei Anhaltspunkte für eine Berücksichtigung von Synergieeffekten. Wenn der Gesetzgeber eine Beteiligung der außenstehenden Aktionäre hätte vorsehen wollen, so *Mertens* weiter, hätte er dies ausdrücklich statuieren und Entscheidungshilfen für die Aufteilung der Verbundeffekte angeben müssen. Ein solcher Verteilungsmaßstab finde sich aber weder in den §§ 305 und 320 AktG (jetzt: § 320 b AktG) noch in den Vorschriften des Verschmelzungsrechts (jetzt: UmwG), auf das die vorgenannten Bestimmungen Bezug nehmen.

Keines der beiden Argumente kann befriedigen. Die Interpretation des Stich-tagsprinzips durch das OLG Hamburg fällt hinter die Einsichten zurück, die in der

78 Vgl. die Nachweise bei PILTZ, aaO (Fn. 2), S. 203 ff.

79 Vgl. dazu die in Fn. 5 Genannten.

80 Vgl. OLG Hamburg AG 1980, 163, 165.

81 Vgl. MERTENS, AG 1992, 321, 330, 332.

Bewertungstheorie entwickelt und von der Spruchpraxis rezipiert worden sind. Sie beachtet nicht hinreichend, daß die Ertragswertmethode auf einer Prognose des Zukunftserfolges aufbaut. Bei einer solchen Prognose werden nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs auch spätere Entwicklungen berücksichtigt, soweit sie im Zeitpunkt der Bewertung in ihren Ursprüngen angelegt und für Eingeweihte erkennbar sind (sogenannte *Wurzeltheorie*)<sup>82</sup>. Legt man diese Betrachtungsweise zugrunde, so wird man spätere Verbundvorteile kaum vollständig ausschließen können: Ihre Wurzeln liegen vor dem Bewertungsstichtag. Erwägenswert ist allenfalls eine Differenzierung zwischen Startsynergien und Synergien in der Durchführungsphase, wie sie bei der Entfaltung des Synergiebegriffs angesprochen wurde<sup>83</sup>. Das zweite Argument, daß der Gesetzgeber keine Regelung für die Verteilung der Synergieeffekte getroffen und sich damit gegen das Verbundberücksichtigungsprinzip ausgesprochen habe, steht methodisch auf schwankendem Boden. Für ein beredtes Schweigen des Gesetzgebers fehlt es an überzeugenden Belegen. Als das AktG von 1965 in Kraft trat, stand die breitflächige Entdeckung des Synergiephänomens durch die Betriebswirtschaftslehre noch aus<sup>84</sup>. Zudem war das juristische und ökonomische Verständnis damals ganz dem Substanzwertdenken verhaftet, so daß sich die Frage nach einer Verteilung von Verbundwirkungen schon im Ansatz nicht stellen konnte: Solange das Ziel der Unternehmensbewertung ein „objektiver“ Wert ist, spielen Synergieeffekte keine Rolle. Bei der Neufassung des § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG im Jahre 1994 hat sich der Gesetzgeber auf Randkorrekturen beschränkt<sup>85</sup> und davon abgesehen, die ihm nun geläufige Streitfrage in dem einen oder anderen Sinn zu entscheiden. Mit philologischer Akribie ist dem Synergieproblem deshalb nicht beizukommen.

### *b) Das Feldmühle-Urteil des BVerfG*

Auch die Einbeziehung verfassungsrechtlicher Vorgaben trägt nur begrenzt zur Aufhellung bei. Das bis heute maßgebliche Präjudiz ist die sogenannte *Feldmühle-Entscheidung* aus dem Jahre 1953, in der das BVerfG den verfassungsrechtlichen Rahmen für die vermögensmäßige Bestandssicherung des Minderheitsaktionärs abgesteckt hat<sup>86</sup>. Die Schlüsselstelle in der Urteilsbegründung lautet: „§ 12 UmwG gibt den ausscheidenden Aktionären Anspruch auf eine ‚angemessene‘ Abfindung. Darunter ist nicht wie in Art. 153 Abs. 2 Satz 2 WRV eine geringere als die

82 Grundlegend BGH NJW 1973, 509, 511; aus dem Schrifttum ferner EMMERICH/SONNENSCHNIG, aaO (Fn. 15), S. 330; HÜFFER, aaO (Fn. 4), § 305 AktG Rdn. 23; PILTZ, aaO (Fn. 2), S. 114 ff; SEETZEN, WM 1994, 45, 46.

83 Vgl. oben unter III.2.

84 Vgl. oben unter III.1.

85 Vgl. dazu die Nachweise in Fn. 34.

86 Vgl. BVerfGE 14, 263.

volle Abfindung zu verstehen. Im Schrifttum besteht Einigkeit darüber, daß der Ausscheidende das erhalten soll, was seine gesellschaftliche Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist (...) Diese Auslegung ist auch allein mit Art. 14 GG vereinbar; denn wenn Art. 14 Abs. 3 Satz 3 GG für die Enteignung durch den Hinweis auf die Abwägung zwischen den Interessen der Allgemeinheit und der Beteiligten eine geringere als die volle Entschädigung zuläßt, fehlt doch jeder Grund für eine solche Abwägung im Verhältnis zwischen Gleichstehenden, zumal wenn der den Entschädigungsanspruch begründende Sachverhalt im eigenen Interesse des Großaktionärs liegt und von ihm herbeigeführt worden ist.<sup>87</sup>

Aus diesen Formulierungen haben einzelne Autoren geschlossen, daß „volle“ Entschädigung eine Abfindung zur subjektiven Preisgrenze des Abzufindenden bedeute<sup>88</sup>. Zwingend vorgegeben ist eine solche Auslegung keineswegs<sup>89</sup>. In den Entscheidungsgründen heißt es nicht, daß der Ausscheidende nur das erhalten soll, was die Beteiligung *für ihn* wert ist, sondern es heißt: was *seine* Beteiligung wert ist. Der vom BVerfG geprägte Begriff der vollen Entschädigung ist folglich offen für verschiedene Lesarten. In der Terminologie der entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung lassen sich drei Bewertungsmaßstäbe unterscheiden<sup>90</sup>:

- (1) volle Entschädigung = Abfindung zur Preisuntergrenze (Grenzpreis) des außenstehenden Aktionärs,
- (2) volle Entschädigung = Abfindung zur Preisobergrenze (Grenzpreis) des herrschenden Unternehmens,
- (3) volle Entschädigung = Abfindung zwischen Preisuntergrenze und Preisobergrenze.

Das Beispiel der Verbundeffekte veranschaulicht *en miniature*, daß die verschiedenen Bewertungsmaßstäbe zu unterschiedlichen Ergebnissen führen können. Der Grenzpreis des außenstehenden Aktionärs beziffert den Betrag, den er mindestens verlangen muß, damit er durch sein Ausscheiden keinen wirtschaftlichen Nachteil erleidet. Verbundvorteile bleiben bei dieser letzten Rückzugslinie außer Betracht. Umgekehrt gibt der Grenzpreis des Mehrheitsgesellschafters den Betrag wieder, den er höchstens anbieten darf, damit sich die Konzernierung für ihn gerade noch rechnet. Im Gegensatz zum Minderheitsaktionär wird er weitere Faktoren in sein Investitionskalkül einbeziehen. Sieht er eine Möglichkeit zur Realisierung von Synergien, so wird er bereit sein, dafür zu zahlen, d.h. ihren Barwert in seine Preisobergrenze eingehen lassen. Zwischen den genannten Eckwerten eröffnet sich sonach ein positiver Transaktionsbereich, der eine Vielzahl paretooptimaler Lösungen umschließt<sup>91</sup>. Schiebt man alle Einzelheiten beiseite, so geht es bei der Behandlung von Verbundeffekten also um die Frage, ob die Abfindung zum

87 BVerfGE 14, 263, 284.

88 Vgl. STEBEN, AG 1966, 6, 8 f; MEILICKE, aaO (Fn. 21), S. 53.

89 Überzeugend MATSCHKE, BFuP 1981, 115, 123.

90 Vgl. MATSCHKE, BFuP 1981, 115, 123.

91 Weiterführend HINTZE, WPg 1992, 414 ff.

Grenzpreis des Minderheits- oder Mehrheitsgesellschafters erfolgen soll. Beide Lösungen haben vor dem verfassungsrechtlichen Untermaßverbot Bestand<sup>92</sup>, so daß eine Entscheidung auf der Grundlage des einfachen Gesetzesrechts gesucht werden muß.

### 3. Gesetzssystematik

Da der Gesetzeswortlaut und die Verfassung keine zuverlässigen Auslegungshilfen bieten, sind die §§ 305 und 320 b AktG in den Kontext des Aktienkonzernrechts zu stellen. Gesetzessystematische Überlegungen werden nach mehreren Richtungen angestellt.

#### a) Verbundvorteile und Verschmelzung

Eine erste Stütze für das Stand-alone-Prinzip wird in den §§ 305 Abs. 3 Satz 1 und 320 b Abs. 1 Satz 4 AktG gesehen. Nach diesen Bestimmungen ist eine Abfindung in Aktien dann als angemessen anzusehen, wenn die Aktien in dem Verhältnis gewährt werden, in dem bei einer Verschmelzung auf eine Aktie der Gesellschaft Aktien der anderen Gesellschaft zu gewähren wären. Verschiedene Stimmen haben aus dieser Verweisung schließen wollen, daß für eine Berücksichtigung von Synergieeffekten im Rahmen der §§ 305 und 320 b AktG kein Raum bleibe, weil sie auch bei der Festlegung des Umtauschverhältnisses in Verschmelzungsfällen keine Rolle spielten<sup>93</sup>.

Diese Schlußfolgerung führt gleich in doppelter Hinsicht in die Irre. Zunächst muß man sich vergegenwärtigen, daß durch die Verweisungstechnik des Gesetzgebers zwei Fallgestaltungen in eins gesetzt werden, die sich in ihren Voraussetzungen wesentlich unterscheiden. Sieht man von dem Sonderfall der Konzernverschmelzung ab, so sind die Parteien eines Verschmelzungsvertrages wirtschaftlich selbständige Unternehmen. Daher mag es angängig sein, den beteiligten Vorständen in Verschmelzungsfällen einen Verhandlungsspielraum bei der Zurechnung von Synergieeffekten zuzubilligen, wie ihn das Wirtschaftsprüfer-Handbuch in seinem Kapitel über die Verschmelzungsprüfung vorsieht<sup>94</sup>. Im Falle der §§ 305 und 320 b AktG liegen die Dinge grundlegend anders. Das subjektive Äquivalenzprinzip entfaltet keine Wirkung, weil der Mehrheitsgesellschafter die Stabilisierung der Herrschaftsmacht durch ein „Insichgeschäft“ herbeiführen kann. Es handelt sich

92 Vgl. dazu allgemein BVerfGE 88, 203, 254 f; ISENSEE, in: Handbuch des Staatsrechts, Bd. V, 1992, § 11 Rdn. 165 f.

93 Vgl. WERNER, FS Steindorff, S. 303, 315 f; in diese Richtung auch MERTENS, AG 1992, 321, 331.

94 Vgl. DÖRNER, aaO (Fn. 5), Abschnitt E Tz. 26 und die dort angegebene Literatur.

um eine dominierte Konfliktsituation<sup>95</sup>, für die strengere Kontrollmaßstäbe gelten müssen als für eine nicht dominierte Konfliktsituation, bei der die Statusänderung an die Zustimmung aller Beteiligten gebunden ist.

Noch schwerer wiegt indessen der Irrtum, daß bei einer Verschmelzung keine Verteilung von Verbundeffekten stattfindet. Das Gegenteil ist richtig. Selbst wenn die beteiligten Unternehmen keine *ausdrückliche* Zurechnung von Synergieeffekten vornehmen, so geht mit einem Aktientausch immer eine *implizite* Verteilungswirkung einher: Synergieeffekte werden dann auf die beteiligten Gesellschaften im Verhältnis ihrer (Ertrags-)Werte vor der Fusion verteilt<sup>96</sup>. Das wird auch der Rechtsprechung zunehmend bewußt<sup>97</sup>, ohne daß sie im Rahmen der §§ 305 und 320 b AktG daraus bislang die gebotenen Konsequenzen gezogen hat. Wenn ein außenstehender Aktionär im Falle der Aktienabfindung (§ 305 Abs. 2 Nr. 1 und 2 AktG) an den zukünftigen Synergieeffekten partizipiert, so kann es im Fall der Barabfindung (§ 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG) schwerlich anders sein<sup>98</sup>. Das Gebot der Gleichwertigkeit der Abfindungsarten<sup>99</sup> streitet für eine einheitliche Lösung.

#### b) Verbundvorteile und faktischer Konzern

Die Befürworter des Stand-alone-Prinzips ziehen des weiteren Querverbindungen zum Recht des faktischen Konzerns. Als Ausgangspunkt dient ihnen die verbreitete Auffassung, daß die außenstehenden Aktionäre der Tochtergesellschaft nach den §§ 311 ff AktG keinen Anspruch haben, an den synergistischen Wirkungen der Verbundbildung beteiligt zu werden. Auszugleichen sind nach h.M. nur die der abhängigen AG konkret zugefügten Nachteile, nicht aber die Vorteile der anderen Konzernglieder aus der Zusammenfassung der Aktivitäten<sup>100</sup>. Für die Behandlung der Verbundeffekte im Vertragskonzern kann nach dieser Auffassung nichts anderes gelten, weil die §§ 305 und 320 b AktG den außenstehenden Aktionären keine Vorzugsstellung einräumen wollten<sup>101</sup>.

95 Vgl. zu diesem aus der Unternehmensbewertungslehre stammenden Begriff BALLWIESER/LEUTHIER, DStR 1986, 545, 547; SERFLING/PAPE, WISU 1995, 808; SIEBEN, aaO (Fn. 5), Sp. 4315, 4321.

96 Vgl. DIRRIGL, DB 1989, 185, 189.

97 Vgl. OLG Frankfurt AG 1989, 442, 443; OLG Düsseldorf ZIP 1990, 1333, 1340.

98 Ebenso BUSSE VON COLBE, ZGR 1994, 595, 605; BÖCKING, FS Moxter, S. 1409, 1423. Das ist um so nachdrücklicher zu fordern, als nach h.M. die Obergesellschaft im Rahmen des § 305 Abs. 2 Nr. 2 AktG über die Abfindungsart entscheidet; vgl. HÜFFER, aaO (Fn. 4), § 305 AktG Rdn. 15.

99 Vgl. nur KOPPENSTEINER, aaO (Fn. 15), § 305 AktG Rdn. 27.

100 Vgl. EMMERICH/SONNENSCHNEIN, aaO (Fn. 15), S. 389; KOPPENSTEINER, aaO (Fn. 15), § 311 AktG Rdn. 73; KROPFF, FS Kastner, 1992, S. 279, 291 Fn. 56; alle mit umfassenden Nachweisen.

101 Vgl. KOPPENSTEINER, aaO (Fn. 15), § 305 AktG Rdn. 34.

Wie häufig bei Spiegelbildwertungen im Zivilrecht, so ist auch hier Vorsicht geboten. Angriffsflächen bietet bereits die Prämisse der Ausklammerung von Verbundvorteilen im faktischen Konzern. In diesem Punkt fehlte dem Gesetzgeber bei der Kodifizierung der §§ 311 ff AktG die erforderliche Problemanschauung. Er ging davon aus, daß sich eine Unternehmensgruppe aus mehreren unabhängigen Teilen zusammensetzt, die konzerndimensionale Zusammenfassung der einzelnen Teile also keine Auswirkungen auf die Ressourcenallokation hat. Synergetische Effekte, die aus der Zusammenfassung der einzelnen Konzernglieder unter einheitlicher Leitung resultieren, lagen außerhalb seines Vorstellungsbildes. Eine ausdrückliche Wertentscheidung gegen die Einbeziehung von Verbundvorteilen wird man dem Gesetz deshalb nicht entnehmen können. Ein Zuendenken der gesetzlichen Konzeption weist vielmehr in die entgegengesetzte Richtung. Nach wohl einhelliger Meinung soll die abhängige Gesellschaft durch die §§ 311 ff AktG ertrags- und vermögensmäßig so gestellt werden, als sei sie ein selbständiges Unternehmen<sup>102</sup>. Mit diesem Marktmodell läßt sich eine Zuweisung aller Verbundvorteile an das herrschende Unternehmen nicht schlüssig begründen<sup>103</sup>. In einer marktförmigen Beziehung unter Gleichstehenden würde es der einen Seite regelmäßig gelingen, einen Teil der Verbundeffekte im Preis entgolten zu bekommen. Aus der Systematik der §§ 311 ff AktG folgt sonach kein Gesichtspunkt, der eine Nichtberücksichtigung von Verbundeffekten im Rahmen der §§ 305 und 320 b AktG rechtfertigen könnte.

#### 4. Ordnungspolitische Erwägungen

Ein nächster Begründungsstrang transzendiert den gesellschaftsrechtlichen Bezugsrahmen und stellt die Bewertungsfrage in einen größeren Zusammenhang. Verschiedene Stimmen im Schrifttum machen darauf aufmerksam, daß die Höhe der Abfindung als Konzentrationshilfe oder als Konzentrationsbremse wirken könne<sup>104</sup>. Werde ein niedriger Wert als angemessen angesehen, seien Konzernierungen „billig“, im anderen Fall „teuer“. Aus makro-juristischer Sicht dürfe der außenstehende Aktionär deshalb nicht von allen Verbundvorteilen ausgeschlossen werden, weil der Mehrheitsgesellschafter ansonsten zu billig erwerbe. Gründe der Allokationseffizienz sprächen vielmehr für eine Aufteilung der Konzentrationsrente. Nur so sei gewährleistet, daß der Konzentrationseffekt durch hinreichend Effizienzvorteile aufgewogen werde.

102 Vgl. EMMERICH/SONNENSCHNEIN, aaO (Fn. 15), S. 380.

103 So auch MÜLBERT, aaO (Fn. 51), S. 479.

104 Vgl. dazu GROSSFELD, aaO (Fn. 2), S. 6 f; KÜBLER/R. SCHMIDT, aaO (Fn. 16), S. 83 f.

Ob solche ordnungspolitischen Gesichtspunkte in den Abwägungsprozess einfließen dürfen, wird in der Methodenlehre bislang nur sporadisch diskutiert<sup>105</sup>. Das wettbewerbs- und gesellschaftsrechtliche Schrifttum ist seit längerem gespalten<sup>106</sup>. In der Diskussion um die 13. gesellschaftsrechtliche Richtlinie sind die unterschiedlichen Positionen unlängst wieder zutage getreten<sup>107</sup>. Beides kann hier nur skizzenhaft behandelt werden. Zutreffend und weithin konsensfähig erscheint mir der Ausgangspunkt, daß die Wertungen der Wirtschaftsverfassung und der Wettbewerbsordnung auch das Gesellschaftsrecht überwölben. Die Erkenntnis *Philipp Hecks*, daß der Richter, wenn er den Einzelfall entscheidet, die „ganze Rechtsordnung“ anzuwenden hat<sup>108</sup>, gilt hier nicht anders als in anderen Zusammenhängen. Gleichwohl wird man die Bahnen des rechtlichen Denkens meines Erachtens nicht zu früh verlassen und ordnungspolitische Gesichtspunkte erst in zweiter Linie heranziehen dürfen. Das Gesellschaftsrecht hat einen eigenständigen Regelungsauftrag: Es ist in seiner Grundkonzeption auf einen Interessenausgleich zwischen den gesellschaftsrechtlichen Bezugsgruppen angelegt, befaßt sich also zuvorderst mit der inneren Verbandswelt, nicht mit den Außenwirkungen der Vereinigung<sup>109</sup>. Die Erfüllung ordnungspolitischer Anforderungen ist und bleibt eine Sekundäraufgabe. Auf den vorstehenden Fall gemünzt, wird das Ziel der Konzentrationsverhinderung sonach Mitberücksichtigung verlangen können. Es ist aber nicht geeignet, die Lösung eines gesellschaftsrechtlichen Interessenkonflikts verbindlich vorzuzeichnen.

### 5. Funktionelle Interpretation

Ein schulmäßiger Auslegungsgang führt schließlich zu dem Gesetzeszweck der §§ 305 und 320 b AktG. Dabei darf der Norminterpret freilich nicht zu eng ansetzen. Er muß versuchen, die Aktionärsrechte bei der Bildung und Umbildung einer Unternehmensgruppe aus den übergreifenden Funktionszusammenhängen des Aktien(konzern)rechts zu verstehen. Den analytischen Bezugsrahmen hat *Mülbert* jüngst eindrucksvoll aufgespannt, indem er die hybride Rechtsstellung des Aktionärs zwischen Anlegerposition und Verbandsmitgliedschaft in den Mittelpunkt seiner Habilitationsschrift gerückt hat<sup>110</sup>. Diese Doppelgesichtigkeit prägt auch das Bild des aktienrechtlichen Abfindungsrechts. Den Gesetzesmaterialien

105 Vgl. aus jüngster Zeit RAISCH, *Juristische Methoden*, 1995, S. 185 ff. Monographisch EIDENMÜLLER, *Effizienz als Rechtsprinzip*, 1995.

106 Vgl. einerseits GROSSFELD, *Aktiengesellschaft, Unternehmenskonzentration und Kleinaktionär*, 1968; andererseits WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht*, Bd. I, 1980, S. 724 ff.

107 Vgl. die Zusammenstellung des Schrifttums bei MÜLBERT, aaO (Fn. 51), S. 468 Fn. 449.

108 HECK, *Begriffsbildung und Interessenjurisprudenz*, 1932, S. 107.

109 Eingehend WIEDEMANN, aaO (Fn. 106), S. 725 ff.

110 MÜLBERT, aaO (Fn. 51).

zufolge sichert der Abfindungsanspruch die außenstehenden Aktionäre gegen eine Beeinträchtigung ihrer mitgliedschaftlichen Herrschaftsrechte<sup>111</sup>. Die *rechtstechnische Aufgabe* der §§ 305 und 320 b AktG ist mit dieser Formulierung zutreffend umschrieben: Sie zählen zu den zwingenden Vorschriften des Minderheits- und Anlegerschutzes im Kapitalgesellschaftsrecht<sup>112</sup>. Ihre *innere Rechtfertigung* ist damit freilich noch nicht hinreichend dargetan. Der Regelungsbedarf folgt aus den tiefen Einschnitten in das Gefüge einer beherrschten Gesellschaft, die mit der vertraglichen Stabilisierung der Mehrheitsmacht einhergehen. Beherrschungsvertrag und Eingliederung setzen gleich zwei Grundprinzipien der Verfassung selbständiger Aktiengesellschaften außer Kraft: Die fremdbestimmte Leitung durch das herrschende Unternehmen (§ 308 AktG) tritt an die Stelle der eigenverantwortlichen Leitung der Gesellschaft durch ihren Vorstand (§ 76 AktG); die Vorschrift des § 291 Abs. 3 AktG lockert die ansonsten strikt zu beachtende aktienrechtliche Vermögensbindung (§§ 57, 58 und 60 AktG).

Übersetzt in die Sprache der ökonomischen Vertragstheoretiker<sup>113</sup>, führt der beschriebene Statuswechsel zu einer wesentlichen Änderung des Investmentkontrakts, den der Investor (Aktionär) bei seiner Beteiligung abgeschlossen hat. Auf eine solche Veränderung der Geschäftsgrundlage kann die Rechtsordnung in unterschiedlicher Weise reagieren. Sie kann die Konzernierung an die Zustimmung aller außenstehenden Aktionäre knüpfen (Vertragsmodell); alternativ kann sie den überstimmten Anteilseignern einen Anspruch auf Teilauseinandersetzung gewähren (Abfindungsmodell)<sup>114</sup>. Beide Schutzmechanismen finden ihre Entsprechung in den von *Hirschman* herausgearbeiteten Grundmustern, mit denen Gruppenmitglieder ihre Nichtübereinstimmung mit der Gruppenführung zum Ausdruck bringen: Widerspruch (*voice*) und Abwanderung (*exit*)<sup>115</sup>.

#### a) Vertragsmodell

Das klassische Modell privater Konfliktlösungen ist der vertragliche Interessenausgleich. Gewährt die Rechtsordnung der Minderheit erweiterte Mitwirkungsbefugnisse (*voice*), so können Mehrheit und Minderheit die Bedingungen für eine Fortführung der Gesellschaft frei vereinbaren. Eine solche Voice-Option findet sich namentlich im GmbH-Konzernrecht. Dort steht die Zulässigkeit von Be-

111 Vgl. KROPPF, Aktiengesetz, 1965, S. 397.

112 Vgl. etwa WIEDEMANN, ZGR 1978, 477, 487.

113 Grundlegend EASTERBROOK/FISCHEL, 91 Yale L.J. 698 (1982).

114 Vgl. des näheren WIEDEMANN, Die Unternehmensgruppe im Privatrecht, 1988, S. 60 ff.

115 Ausführlich HIRSCHMAN, Exit and Voice and Loyalty – Responses to Decline in Firms, Organizations and States, 1970.

herrschaftsverträgen schon seit längerem außer Streit<sup>116</sup>. Nach ganz überwiegender Ansicht dürfen derartige Unternehmensverträge allerdings nur mit Zustimmung aller Gesellschafter geschlossen werden<sup>117</sup>. Die Minderheitsgesellschafter erhalten auf diese Weise Gelegenheit, umfassende Schutzrechte für sich auszuhandeln. Ihnen steht es offen, ihr Einverständnis von weitreichenden Sicherheitszusagen abhängig zu machen. Sie können sich erweiterte Informationsrechte ausbedingen oder Geschäftsführerposten versprechen lassen. Ebenso können sie ihre Zustimmung davon abhängig machen, daß ihnen ein angemessener Ausgleich gewährt oder das Ausscheiden aus der Gesellschaft gegen eine entsprechende Abfindung ermöglicht wird<sup>118</sup>. Bei dieser letzten Variante gehört auch die Verteilung der Verbundeffekte zur Verhandlungsmasse. Im Rahmen einer freien Preisverhandlung wird es den Minderheitsgesellschaftern regelmäßig gelingen, einen Teil der erwarteten Synergievorteile im (Abfindungs-)Preis entgolten zu bekommen. Das ist in der ökonomischen Literatur vielfach belegt<sup>119</sup> und folgt aus der Tatsache, daß der Grenzpreis des herrschenden Unternehmens denjenigen des außenstehenden Gesellschafters übersteigt.

Der Gesetzgeber des AktG 1965 hat das Vertragsmodell in den §§ 291 ff AktG und den §§ 319 ff AktG bekanntlich nicht aufgegriffen. Der Abschluß eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages und die Eingliederung durch Mehrheitsbeschluß beruhen zwar beide auf rechtsgeschäftlicher Grundlage. Sie sind aber bloße Kunstfiguren, weil die Statusänderung nur einer qualifizierten Mehrheit bedarf. Das herrschende Unternehmen kann sich seine Legitimation selbst beschaffen; ein Sonderbeschluß der außenstehenden Aktionäre – Signum eines echten Konzernvertrages<sup>120</sup> – ist nicht vorgesehen. Damit entfällt zugleich die Möglichkeit, die Parteien hinsichtlich der Zurechnung der Verbundvorteile auf den Verhandlungsweg zu verweisen. Gleichwohl kommt der Verhandlungslösung des GmbH-Konzernrechts maßstabbildende Funktion zu. Die vertragliche Einigung bildet das anerkannte Leitbild für einen sachgerechten Interessenausgleich unter Gleichstehenden<sup>121</sup>. Wer auf einen anderen Bewertungsmaßstab zurückgreifen will, trägt dafür die Begründungslast.

116 Vgl. BGHZ 105, 324; LUTTER/HOMMELHOFF, Komm. z. GmbHG, 14. Aufl., 1995, Anh. § 13 Rdn. 32 ff.

117 Vgl. etwa ZÖLLNER, in: Baumbach/Hueck, Komm. z. GmbHG, 16. Aufl., 1996, GmbH-KonzernR Rdn. 39 mit umfassenden Nachweisen auch zur Gegenansicht.

118 Vgl. ZÖLLNER, aaO (Fn. 117), GmbH-KonzernR Rdn. 47.

119 Vgl. zuletzt BUSSE VON COLBE, ZGR 1994, 595, 604.

120 Vgl. GUYON, in: Hopt, Groups of Companies in European Laws, 1982, S. 155, 165; IM-MENGA, RabelsZ 48 (1984), 48, 59.

121 Grundlegend SCHMIDT-RIMPLER, AcP 147 (1941), 130.

### b) Abfindungsmodell

Man sollte erwarten, daß sich die Verfechter des Stand-alone-Prinzips ausführlich mit dem Fall des freiwilligen Ausscheidens und der Funktion des Abfindungsrechts auseinandersetzen. Diese Erwartungen werden enttäuscht. Tiefer schürfende Begründungen fehlen in der Rechtsprechung fast vollständig, in der Rechtslehre finden sich nur vereinzelte Ansätze. Werner und – ihm folgend – Mertens machen geltend, daß der Mehrheitsgesellschafter seine erhöhte Einflußmöglichkeit und die damit verbundenen Vorteile nicht durch eine Zuwendung oder gar ein Opfer des Minderheitsgesellschafters, sondern durch die Nutzung seiner eigenen bereits vorhandenen Mehrheit erlange<sup>122</sup>. Die Abfindung der außenstehenden Aktionäre – so heißt es zugespitzt – sei nicht Voraussetzung, sondern Folge des Beherrschungsvertrages. Das ist gut formuliert, aber in der Sache nicht ganz ausreichend. Richtig daran ist allein, daß die §§ 293 und 320 AktG einer qualifizierten Mehrheit die Möglichkeit eröffnen, eine Statusänderung auch gegen den Willen einer Gesellschafterminderheit herbeizuführen. Diese Änderung des Investmentkontrakts hat jedoch ihren „Preis“. Der Mehrheitsgesellschafter muß sie sich von den außenstehenden Aktionären mit den §§ 304, 305 und 320 b AktG „erkaufen“<sup>123</sup>. Er ist gesetzlich verpflichtet, den überstimmten Anteilseignern ein Aus- oder Umsteigen gegen einen vollen Wertausgleich zu ermöglichen. Mit einem Verweis auf das Mehrheitsprinzip läßt sich die einseitige Zuteilung der Verbundvorteile an das herrschende Unternehmen sonach nicht rechtfertigen.

Ein zweiter Begründungsansatz findet sich in den Kommentierungen von Koppenssteiner und Hüffer. Beide Autoren stellen darauf ab, daß § 305 AktG dem außenstehenden Aktionär ein Aussteigen ohne wirtschaftliche Nachteile ermöglichen will<sup>124</sup>. Der Ausscheidende sei so zu stellen, wie er ohne den Abschluß des Unternehmensvertrages stünde. Eine Beteiligung an den Verbundeffekten sei deshalb nicht vorzusehen. Auch diese Erklärung greift zu kurz. Sie berücksichtigt nicht hinreichend, daß in der abhängigen Gesellschaft selbst die Chance steckt, „Baustein“ einer größeren Konstellation zu werden<sup>125</sup>. In gesellschaftsrechtliche Kategorien übersetzt, handelt es sich dabei in einem weiteren Sinne um eine sogenannte Geschäftschance (*corporate opportunity*), die zum Bestandteil des Gesellschaftsvermögens gehört und nicht einseitig zugunsten des Mehrheitsgesellschafters genutzt werden darf<sup>126</sup>. Für eine Verteilung der Synergievorteile zwischen

122 Vgl. WERNER, FS Steindorff, S. 303, 318 f; MERTENS, AG 1992, 321, 327 f.

123 Vgl. IMMENGA, RabelsZ 48 (1984), 48, 59: Leitungsmacht als Gegenwert zu Abfindung und Ausgleich; ferner MÜLBERT, aaO (Fn. 51), S. 471.

124 Vgl. KOPPENSTEINER, aaO (Fn. 15), § 305 AktG Rdn. 34; HÜFFER, aaO (Fn. 4), § 305 AktG Rdn. 22.

125 So die anschauliche Formulierung bei GROSSFELD, aaO (Fn. 2), S. 91.

126 Vgl. auch KÜBLER/R. SCHMIDT, aaO (Fn. 16), S. 84; REUL, aaO (Fn. 16), S. 220; ferner BRUDNEY/CHIRELSTEIN, 88 Harv. L.Rev. 297 (1974), nach denen das Synergiepotential eines Unternehmens ein Vermögenswert ist, der allen Aktionären zusteht. Für eine um-

Mehrheit und Minderheit spricht aber nicht allein der Gedanke der Geschäftschancenlehre, sondern vor allem der funktionelle Zusammenhang von Abfindungs- und Zustimmungsrecht.

### c) Funktionsgleichheit von Abfindungs- und Zustimmungsrecht

Nach der Konzeption des Aktienkonzernrechts wird der Konflikt zwischen dem Mehrheitsinteresse an notwendigen oder verlockenden Änderungen und dem Minderheitsinteresse an der Erhaltung des bisherigen Status durch einen gesetzgeberischen Kunstgriff gelöst: Der Kleinaktionär kann den Abschluß eines Unternehmensvertrages durch seine Zustimmungsverweigerung (*voice*) nicht zu Fall bringen; er soll dafür aber die Freiheit erhalten, über sein Investment neu zu verfügen, und zwar in Form eines gerichtlich überprüfbareren Gegenwertes (*exit*). Funktionell tritt der Abfindungsanspruch damit an die Stelle eines Zustimmungsrechts. Er ersetzt das bei Zweckänderungen an sich geltende Einstimmigkeitsprinzip (§ 33 Abs. 1 Satz 2 BGB), das im GmbH-Konzernrecht konsequent durchgehalten, in einer Publikums(aktien)gesellschaft aber nicht mehr durchführbar ist. Dieser Funktionszusammenhang von Abfindungs- und Zustimmungsrecht, der auch in der Gesetzesbegründung anklingt<sup>127</sup>, muß sich bei der Wertermittlung im Rahmen der §§ 305 und 320 b AktG fortsetzen. Die Abfindungshöhe hat sich im Rahmen einer – gedachten – Verhandlungslösung zu bewegen, bei der der Minderheitsgesellschafter aus den vorerwähnten Gründen eine Prämie für die Verbundvorteile erhalten wird.

### d) Zwischenergebnis

Mustert man die einzelnen Auslegungskanonens noch einmal durch, so sprechen überwiegende Gründe für eine Aufteilung der Synergievorteile. *Erstens* gewährleistet allein das Verbundberücksichtigungsprinzip, daß ein Gesellschafter im Falle des erzwungenen Ausscheidens nicht schlechter steht als im Falle des freiwilligen Ausscheidens. *Zweitens* ist eine Aufteilung aus systematischer Sicht folgerichtig, weil die außenstehenden Anteilseigner bei einer Abfindung in Aktien an den zukünftigen Verbundvorteilen partizipieren und die Gleichwertigkeit der Abfindungsarten eine einheitliche Lösung erfordert. *Drittens* streiten auch teleologische Erwägungen für eine Einbeziehung der Verbundvorteile, insbesondere der funk-

fassende und rechtsvergleichende Aufbereitung der Geschäftschancenlehre WEISSER, *Corporate Opportunities*, 1991.

127 Vgl. KROFF, aaO (Fn. 111), S. 397: Abfindungsanspruch als Sicherung der außenstehenden Aktionäre gegen Beeinträchtigung der aus ihrer Mitgliedschaft folgenden Herrschaftsrechte.

tionelle Zusammenhang von Abfindungs- und Zustimmungsrecht sowie der Gesichtspunkt der Geschäftschancenlehre. *Viertens* kommt als nicht unerwünschter Nebeneffekt hinzu, daß die Berücksichtigung von Verbundvorteilen konzentrationshemmende Folgen zeitigt.

#### 6. Rechtsvergleichung: Das Abfindungsrecht im amerikanischen Gesellschaftsrecht

Rechtsvergleichende Überlegungen sind geeignet, das hier mit Hilfe traditioneller Auslegungsmethoden gefundene Ergebnis zu bestätigen und zu unterstützen<sup>128</sup>. Besonders lehrreich ist ein Seitenblick auf das amerikanische Gesellschaftsrecht, das auf eine lange und reichhaltige Erfahrung mit dem Rechtsinstitut des Abfindungsrechts zurückblicken kann.

##### a) Grundlagen

Das sogenannte *appraisal* oder *dissenter's remedy* gehört zu den Grundpfeilern des amerikanischen Kapitalgesellschaftsrechts. Darstellung und Erläuterung des Abfindungsrechts nehmen in allen Lehrbüchern und Fallkompendien breiten Raum ein<sup>129</sup>. Grundlage des Abfindungsanspruchs sind die Gesellschaftsgesetze der Gliedstaaten, die in den tatbestandlichen Voraussetzungen variieren, in ihrer Grundaussage aber übereinstimmen: Ein stimmberechtigter Aktionär, der mit bestimmten Strukturänderungen (*fundamental changes*) nicht einverstanden ist, hat das Recht, seine Gesellschaftsanteile zur Verfügung zu stellen und von der *corporation* den Anteilswert zu verlangen. Historisch läßt sich die Entstehung des Rechtsbehelfs bis in die Mitte des vergangenen Jahrhunderts zurückverfolgen. In einer Leitentscheidung aus dem Jahre 1859 brach der Pennsylvania Supreme Court mit der überkommenen Doktrin, daß für Strukturänderungen stets ein einstimmiges Votum aller Gesellschafter erforderlich sei<sup>130</sup>. Überstimmte Anteilseigner erhielten als *quid pro quo* für die Einschränkung des Einstimmigkeitsprinzips einen Anspruch auf angemessene Abfindung<sup>131</sup>. Zahlreiche Bundesstaaten übernahmen die-

128 Vgl. zu dieser Funktion der Rechtsvergleichung ZWEIGERT/KÖTZ, Einführung in die Rechtsvergleichung, 3. Aufl., 1996, S. 17.

129 Vgl. CLARK, Corporate Law, 1986, S. 443 ff; HENN/ALEXANDER, Law of Corporations, 1983, S. 998 ff; SOLOMON/SCHWARTZ/BAUMANN, Corporations, Law and Policy, Second Edition, 1988, S. 956 ff; zuletzt CAREY/EISENBERG, Cases and Materials on Corporations, Seventh Edition, 1996, S. 1136 ff.

130 Vgl. Lauman v. Lebanon Valley R.R. Co., 30 Pa. 42 (1858). Für einen kurzen historischen Abriss Armstrong v. Marathon Oil Co., 513 N.E.2d 776, 782 (1987); ferner Salt Dome Oil Corp. v. Schenck, 41 A.2d 583, 587 (1945).

131 Vgl. CLARK, aaO (Fn. 129), S. 443; MANNING, 72 Yale L.J. 223, 228-229 (1962).

se richterliche Neuschöpfung schon früh in das geschriebene Recht<sup>132</sup>. Gegenwärtig gibt es in allen Einzelstaaten statutarische Bestimmungen, die das Abfindungsrecht und seine verfahrensmäßigen Voraussetzungen näher ausformen<sup>133</sup>. Zu seiner Rechtfertigung werden in der reichen Sekundärliteratur verschiedene Erklärungen herangezogen. Neben der historischen Begründung dominieren heute Gesichtspunkte des Vertrauensschutzes (*defeated expectation argument*)<sup>134</sup> und Fairneßwägungen (*remedy-for-unfairness-argument*)<sup>135</sup>. In jüngerer Zeit sind außerdem Argumente aus der ökonomischen Theorie des Rechts hinzugetreten (*coordination-cost-argument*)<sup>136</sup>.

### b) Bewertungsfragen

Von besonderem Interesse sind hier die Bewertungsfragen, denen das *appraisal remedy* seinen Namen verdankt. In dieser Hinsicht haben sich während des vergangenen Jahrzehnts tiefgreifende Änderungen vollzogen<sup>137</sup>. Lange Zeit legten die Gerichte ihrer Bewertung eine Kombination von Substanzwert (*net asset value*), Marktwert (*market value*) und Ertragswert (*earnings value*) zugrunde<sup>138</sup>. Für diese Bewertungsmethode hatte sich, dem historischen Ursprung entsprechend, der Begriff *Delaware block method* eingebürgert. *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), hat den sogenannten Delaware-Block schließlich für obsolet erklärt und die Rechtsprechung Delawares für neue betriebswirtschaftliche Erkenntnisse geöffnet. Wörtlich heißt es in diesem *landmark case*: „Accordingly, the standard ‘Delaware block’ or weighed average method of valuation, formerly employed in appraisal and other stock valuation cases, shall no longer exclusively control such proceedings. We believe that a more liberal approach must include proof of value by any techniques or methods which are generally considered acceptable in the financial community and otherwise admissible, subject only to our interpretation of 8 Del. C. § 262 (h)“<sup>139</sup>. Andere Bundesstaaten folgten dem Beispiel Delawares und

132 Vgl. WEISS, 56 N.Y.U.L.Rev. 624 (1981).

133 Vgl. den Überblick bei American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, 1994, Volume 2, Part VII, S. 296 f.

134 Vgl. CLARK, aaO (Fn. 129), S. 444.

135 Vgl. CLARK, aaO (Fn. 129), S. 445.

136 Vgl. FISCHER, 1983 A.B.F. Res. J. 875 ff; KANDA/LEVMORE, 32 UCLA L. Rev. 429 (1985).

137 Vgl. für die frühere Rechtslage WIEDEMANN, ZGR 1978, 477 ff. Einen instruktiven Überblick über die verschiedenen Fairness-Standards im Rahmen der Unternehmensbewertung bieten BEBCHUK/KAHAN, 1989 Duke L.J. 27, 30-32.

138 Scharfe Kritik daran bei SCHAEFFER, 55 S. Cal. L. Rev. 1031 (1982); COLEMAN, 38 Sw. L.J. 775 (1984).

139 *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 713 (Del. 1983).

paßten ihre Spruchpraxis entsprechend an<sup>140</sup>. Nur wenige Entscheidungen aus jüngerer Zeit halten noch immer an der alten Blockmethode fest<sup>141</sup>.

### c) Synergieeffekte

Was die Einbeziehung von Verbundvorteilen anlangt, zeigten sich die führenden Jurisdiktionen lange Zeit zurückhaltend. Die warnenden Worte von *Manning*, daß „the only things certain are the uncertainty, the delay, and the expense“<sup>142</sup> hatten im allgemeinen Rechtsbewußtsein augenscheinlich tiefe Spuren hinterlassen. So schlossen die Gesellschaftsgesetze von Kalifornien<sup>143</sup>, New York<sup>144</sup> und Delaware<sup>145</sup> die Berücksichtigung sogenannter *postmerger gains* ausdrücklich aus, und der *Revised Model Business Act* definierte noch im Jahre 1984: „Fair value, with respect to a dissenter's shares means the value of the shares immediately before the effectuation of the corporate action to which the dissenter objects, excluding any appreciation or depreciation in anticipation of the corporate action unless exclusion would be inequitable“<sup>146</sup>.

Seit einigen Jahren zeichnet sich indessen eine deutliche Trendwende ab. Den Anstoß dazu gab ein vielbeachteter Zeitschriftenbeitrag von *Brudney* und *Chirelstein*<sup>147</sup>. Die von beiden Autoren geäußerte Ansicht, daß das Synergiepotential eines Unternehmens ein allen Anteilseignern zustehendes Vermögensgut sei, fand rasch eine breite Anhängerschaft in Wissenschaft und Praxis. *Mills v. Electric Autolite Co.*, 552 F.2d 1239 (7th Cir. 1977) übernahm den Gedanken in die obergerichtliche Rechtsprechung. Auch das Gesellschaftsgesetz von New York hat diesen Ansatz aufgegriffen und verlangt in dem neugefaßten § 623 (h) eine Berücksichtigung aller wichtigen Faktoren bei der Unternehmensbewertung. Wie die Gesetzesmaterialien erhellen, sollten damit auch synergistische Effekte Eingang in den Wertermittlungsprozeß finden<sup>148</sup>. *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983) ist dem teilweise gefolgt und hat den entgegenstehenden Wortlaut des § 262 (h) General Corporate Law of Delaware mit einer richterlichen Glosse versehen<sup>149</sup>. *Cawley v.*

140 Vgl. dazu die Nachweise bei American Law Institute, aaO (Fn. 133), Chapter 4, S. 294.

141 Vgl. etwa *Leader v. Hycor, Inc.*, 479 N.E.2d 173 (1985).

142 Vgl. MANNING, 72 Yale L.J. 223, 227 (1962).

143 Vgl. § 1300 (a) California General Corporation Law.

144 Vgl. § 623 (h) New York Business Corporation Law.

145 § 262 (h) General Corporation Law of Delaware.

146 Vgl. § 13.01 (3) Model Business Corporation Act.

147 Vgl. BRUDNEY/CHIRELSTEIN, 88 Harv. L. Rev. 297 (1974).

148 Vgl. die Belege in *Cawley v. SCM Corp.*, 530 N.E.2d 1264, 1267 (N.Y. 1988).

149 In der Entscheidung heißt es auf S. 713: „We take this to be a very narrow exception to the appraisal process, designed to eliminate use of pro forma data and proportions of a speculative variety relating to the completion of a merger. But elements of future value, including the nature of the enterprise, which are known or susceptible of proof as of the date of the merger and not the product of speculation, may be considered.“

SCM Corp., 530 N.E.2d 1264 (N.Y. 1988) ging noch einen Schritt weiter, indem es in einer wegweisenden Interpretation des neuen New Yorker Gesellschaftsgesetzes auch eine Aufteilung steuerlicher Synergievorteile für geboten hielt. Ihren vorläufigen Abschluß fand die Entwicklung in den 1994 veröffentlichten *Principles of Corporate Governance* des *American Law Institute*, die das Kapitalgesellschaftsrecht zusammenfassen und behutsam fortentwickeln. Zu der Frage der Wertermittlung heißt es dort:

„§ 7.22 *Standard for Determining Fair Value*

(a) The fair value of shares under § 7.21 (Corporate Transactions Giving Rise to Appraisal Rights) should be the value of the eligible holder's proportionate interest in the corporation, without any discount for minority status or, absent extraordinary circumstances, lack of marketability. Subject to Subsections (b) and (c), fair value should be determined using the customary valuation concepts and techniques generally employed in the relevant securities and financial markets for similar businesses in the context of the transaction giving rise to appraisal.

(b) In the case of a business combination that gives rise to appraisal rights, but does not fall within § 5.10 (Transaction by a Controlling Shareholder with the Corporation), § 5.15 (Transfer of Control in Which a Director or Principal Senior Executive Is Interested), or § 7.25 (Transactions in Control Involving Corporate Combinations to Which a Majority Shareholder is a Party), the aggregate price accepted by the board of directors of the subject corporation should be presumed to represent the fair value of the corporation, or of the assets sold in the case of an asset sale, unless the plaintiff can prove otherwise by clear and convincing evidence.

(c) If the transaction giving rise to appraisal falls within § 5.10, or § 5.15, or § 7.25, the court generally should give substantial weight to the highest realistic price that a willing, able, and fully informed buyer would pay for the corporation as an entirety. In determining what such a buyer would pay, the court may include a proportionate share of any gain reasonably to be expected to result from the combination unless special circumstances would make such an allocation unreasonable.<sup>150</sup>

Besondere Aufmerksamkeit beansprucht § 7.22 (c), der für die Bemessung der Abfindungshöhe den Grenzpreis des Mehrheitsgesellschafters für maßgeblich hält und folgerichtig auch die Einbeziehung von Verbundvorteilen vorsieht. Die offizielle Kommentierung erläutert diese Passage dahin, daß die Gerichte grundsätzlich eine Aufteilung des Synergiegewinns vornehmen sollen. Eine Ausnahme soll nur dann gelten, wenn den überstimmten Aktionären durch die Teilhabe an den

150 Vgl. American Law Institute, aaO (Fn. 133), Chapter 4, S. 314-315.

Synergieeffekten ein unverdienter *windfall profit* zufällt<sup>151</sup>. Präzise Verteilungsmaßstäbe werden in den Erläuterungen nicht genannt<sup>152</sup>.

### V. Aufteilung der Verbundeffekte

Der zuletzt genannte Gesichtspunkt führt zurück zu der noch unbeantworteten Frage im deutschen Recht: der Aufschlüsselung der Synergievorteile zwischen den außenstehenden Aktionären und der Obergesellschaft. Der Begriff 'Synergiegewinn' wird dabei als eine Residualgröße verstanden. Vorlaufkosten, die bei der Ausschöpfung der Synergiepotentiale anfallen (Such- und Informationskosten, Kosten des dispositiven Faktors, organisatorische Kosten o.ä.)<sup>153</sup> sind bereits in Abzug gebracht.

Wie oben dargelegt<sup>154</sup>, ist eine streng verursachungsgerechte Zuweisung der Synergieeffekte nicht möglich. Von den verbleibenden Verteilungsverfahren verdient meines Erachtens eine „weichere“, ergebnisoffene Methode den Vorzug vor formal vorgegebenen Schlüsselgrößen. Ein heuristisches Verfahren gibt der forensischen Praxis genügend Flexibilität, um den Besonderheiten des Einzelfalls Rechnung zu tragen, und kann im Laufe der Zeit durch übersituative Maßstäbe weiter konkretisiert werden. Einzelne Leitlinien lassen sich bereits heute ausmachen.

Eine erste Abschichtung hat bei der zeitlichen Dimension der Verbundeffekte anzusetzen. Synergiepotentiale, die sich im Spekulativen verlieren und am Bewertungsstichtag nicht hinreichend faßbar sind, bleiben außer Betracht. Exakte Zeitgrenzen zu nennen, ist schwierig. Das OLG Düsseldorf will alle vor dem Bewertungsstichtag wurzelnden Entwicklungen berücksichtigen, wenn sie binnen vier Jahren nach dem Stichtag eintreten<sup>155</sup>. Als Daumenregel mag das hilfreich sein, doch kommt es wesentlich auf die Umstände des Einzelfalls und die Natur der Verbundeffekte an.

In die Bewertung einzustellen sind dagegen stets die unternehmerischen Leistungen des herrschenden Unternehmens bei der Realisierung von Synergien.

151 Vgl. für einen Beispielsfall American Law Institute, aaO (Fn. 133), Chapter 4, S. 327-328. Allgemein zum Begriff der windfall profits HEYNE, *The Economy Way of Thinking*, Sixth Edition, 1991, 265-269.

152 Vgl. American Law Institute, aaO (Fn. 133), Chapter 4, S. 327: „No precise formula for determining the proportionate share of synergy gains due to the minority shareholders is here endorsed, but sensible proposals have been put forward by commentators“. Die in Bezug genommene Reporter's Note 6 verweist auf BRUDNEY/CHIRELSTEIN, 88 Harv. L. Rev. 297 (1974); und LORNE, 126 U. Pa. L. Rev. 955 (1978). Kritisch zuletzt HERMALIN/SCHWARTZ, 25 J. Leg. Studies 351, 355 (1996).

153 Vgl. die Hinweise bei WEBER, aaO (Fn. 63). S. 97, 110 f.

154 Vgl. IV. 1. c.

155 Vgl. OLG Düsseldorf AG 1990, 491.

Dabei wird man zwei Gesichtspunkte unterscheiden können. Ökonomische Synergien sind zunächst nur aktualisierbar, wenn eine kreative Idee, ein menschlicher Geist vorhanden ist. *Hampden-Turner* spricht anschaulich von „psychologischer Synergie“<sup>156</sup>. Die Findigkeit im Aufspüren von Synergiepotentialen ist freilich nur der erste Schritt. Ob ein solches Synergiepotential tatsächlich ausgeschöpft wird, hängt maßgeblich vom Einsatz und Geschick des Managements ab, dem eine Katalysatorfunktion bei der Synergierrealisierung zukommt<sup>157</sup>. Für beide Leistungen ist das herrschende Unternehmen angemessen zu honorieren. Einen solchen Eigenanteil erkennt die Rechtsprechung auch in anderen Zusammenhängen an. Im Bereicherungsrecht gilt als gesichert, daß der Empfänger, der ein Unternehmen ohne Rechtsgrund erlangt und fortgeführt hat, einen Teil des erzielten Gewinns als „Prämie“ für seinen persönlichen Einsatz und seine kaufmännischen Fähigkeiten behalten darf<sup>158</sup>.

Zur weiteren Konkretisierung kann alsdann auf Konzentrations- und Effizienzvorteile zurückgegriffen werden. Die ökonomische Grundidee läßt sich wie folgt zusammenfassen: Werden die außenstehenden Aktionäre übermäßig an den Synergiegewinnen beteiligt, sinkt der Anreiz zur Realisierung von Verbundvorteilen; wohlfahrtssteigernde Restrukturierungen könnten unterbleiben. Ist der Anteil der Minderheitsaktionäre zu gering, wird zunehmend zweifelhaft, ob sich der Konzentrationseffekt durch hinreichende Effizienzvorteile kompensieren läßt. Eine allokationstheoretisch positive Selektionswirkung ist sonach am ehesten von einer mittleren Lösung zu erwarten. Insoweit wird man den Gerichten freilich einen weiten Spielraum bei der Ausfüllung des Angemessenheitspostulats zubilligen.

## VI. Zusammenfassung

1. Die Ausschöpfung von Synergiepotentialen gehört zu den wichtigsten Triebfedern beim Erwerb von Mehrheitsbeteiligungen und beim Abschluß von Beherrschungsverträgen. Sie führt im Rahmen der §§ 305 und 320 b AktG zu der Frage, ob ausscheidende Anteilseigner an den zukünftigen Verbundvorteilen zu beteiligen sind. Die Spruchpraxis und das gesellschaftsrechtliche Schrifttum lehnen eine solche Beteiligung mehrheitlich ab (sogenanntes Stand-alone-Prinzip). Teile der Rechtslehre und die betriebswirtschaftliche Theorie der Unternehmensbewertung sprechen sich demgegenüber für eine Einbeziehung von Synergiegewinnen aus (sogenanntes Verbundberücksichtigungsprinzip).

156 Vgl. HAMPDEN-TURNER, in: Lorschau/Lawrence, *Studies in Organization Design*, 1970, S. 187.

157 Vgl. WELGE, aaO (Fn. 44), Sp. 3800, 3804.

158 Vgl. BGHZ 7, 208, 217; PALANDT/THOMAS, *Komm. z. BGB*, 55. Aufl., 1996, § 818 Rdn. 9.

2. Eine Bewertung auf Stand-alone-Basis ist weder durch den Zwang zur Komplexitätsreduktion noch durch Schwierigkeiten der Synergiemessung veranlaßt. Die betriebswirtschaftliche Forschung hat bei der konzeptionellen Erfassung von Verbundwirkungen in den vergangenen Jahren beträchtliche Fortschritte gemacht. Verfeinerte Meßmethoden ermöglichen heute in nahezu allen Teilbereichen eine zahlenmäßige Abschätzung der Verbundvorteile.

3. Die klassischen Auslegungstopoi sprechen für eine Geltung des Verbundberücksichtigungsprinzips. Rechtssystematisch ist eine Aufteilung geboten, weil außenstehende Anteilseigner bei einer Abfindung in Aktien an den zukünftigen Verbundvorteilen teilhaben und der Grundsatz der Gleichwertigkeit der Abfindungsarten eine einheitliche Lösung erfordert. Teleologische Erwägungen stützen diese Interpretation. Für eine Einbeziehung von Synergieeffekten streiten vor allem der funktionelle Zusammenhang von Abfindungs- und Zustimmungsrecht und der Gedanke der Geschäftschancenlehre.

4. Ein Seitenblick auf das amerikanische Gesellschaftsrecht ist geeignet, das mit Hilfe der traditionellen Kanones gewonnene Auslegungsergebnis zu bestätigen. Nachdem die Gesellschaftsgesetze der einzelnen Bundesstaaten lange Zeit zögerten, Synergieeffekte zu berücksichtigen, hat sich in den vergangenen Jahren eine Kehrtwendung vollzogen. Führende Jurisdiktionen sprechen sich nunmehr für eine Berücksichtigung von Verbundvorteilen im Rahmen des sogenannten *appraisal remedy* aus. Ihre Bestätigung fand diese Entwicklung zuletzt in den vom *American Law Institute* vorgelegten *Principles of Corporate Governance*.

5. Bei der Aufteilung der Verbundvorteile verdient ein heuristisch geprägtes Suchverfahren den Vorzug vor schematischen Lösungen. Den Gerichten ist ein weiter Spielraum bei der Ausfüllung des Angemessenheitspostulats einzuräumen. Leitlinien liefern die zeitliche Dimension der Verbundvorteile, die unternehmerische Leistung der Obergesellschaft bei der Freisetzung von Synergien sowie Konzentrations- und Effizienzüberlegungen.