



Bewertung im Recht

– BUSINESS VALUATION LAW –

*Professor Dr. Behzad Karami**

Zur (zunehmenden) Bedeutung von Hedgefonds in Übernahmeprozessen: eine fallstudienorientierte Untersuchung mit bewertungstheoretischen Anmerkungen

I.	Definition und wirtschaftliche Funktion von Hedgefonds.....	1
1.	Einordnung in das Gefüge von institutionellen Investoren	1
2.	Mangelnde Differenzierung des sog. Aktionärsaktivismus.....	2
3.	Besondere Ereignisse als Anlagestrategie von Hedgefonds.....	3
II.	Charakterisierung der Konfliktsituation im Laufe eines Übernahmeprozesses.....	5
III.	Zur Bedeutung von Hedgefonds im Übernahmeprozess am Beispiel DEMAG CRANES: Wert ist nicht gleich Übernahmepreis ist nicht gleich „volle“ Abfindung	10
1.	Ausgangssachverhalt: Übernahme von DEMAG CRANES – zugleich eine Replik auf einen Gastbeitrag von KAMES in der Börsen-Zeitung	10
2.	Irrelevanz von sog. Fairness Opinion	11
3.	Betriebswirtschaftliche Perspektive	12
4.	Rechtliche Perspektive	13
5.	Rechtsökonomische Perspektive i. S. einer Synthese.....	13
5.1.	Marktperspektive: Bedeutung von Paketaktionären	13
5.2.	Unternehmensperspektive: Bewertungslehre versus IDW	17
6.	Angemessenheitsvermutung i. S. des WpÜG.....	20
IV.	Praxisfälle: Hedgefonds im Fokus wachsenden Interesses.....	21
1.	STADA – ein Fall für die Corporate-Governance-Lehrbücher.....	21
2.	KABEL DEUTSCHLAND HOLDING (KDH) – Bedeutung des Sonderprüfungsberichtes.....	25
3.	HYPO- UND VEREINSBANK (HVB) – ernierte Gutachterschlacht (auch) in Österreich.....	31
V.	Abschließende Anmerkungen.....	47

Bewertung im Recht

Schöne Aussicht 12

60311 Frankfurt am Main

Tel.: 069 - 68 97 80 90 • Fax: 069 - 92 89 40 21

E-Mail: info@bewertung-im-recht.de

Home: www.bewertung-im-recht.de

In jüngerer Zeit treten *Hedgefonds*¹ auch in Deutschland vermehrt im Rahmen von öffentlichen Übernahmeangeboten mit anschließenden Konzernierungs- bzw. Strukturmaßnahmen auf. Ins Blickfeld medialer Aufmerksamkeit sind diese Marktakteure vor allem durch spektakuläre Übernahmefälle, darunter DEMAG CRANES, CELESIO, KABEL DEUTSCHLAND oder jüngst STADA, gerückt. Hedgefonds werden einerseits regelmäßig als aktivistische Investoren („Activist Shareholders“) desavouiert. Andererseits wird ihnen aber auch eine Vorreiterrolle beim Schutz von Kleinaktionären vor möglichen Vermögensnachteilen zugesprochen. Angesichts der zunehmenden Bedeutung von „Event Driven“-Strategien² lohnt sich eine Auseinandersetzung mit Hedgefonds sowie der Blick auf aktuelle Strukturmaßnahmen unter deren Beteiligung. Schließlich stellt die relativ starke Position von Hedgefonds ein Gegengewicht zu der herrschenden Stellung von Mehrheitsaktionären dar, wodurch die Effizienz des marktwirtschaftlichen Preismechanismus in einer *dominierten Konfliktsituation* erhöht werden kann.

I. Definition und wirtschaftliche Funktion von Hedgefonds

1. Einordnung in das Gefüge von institutionellen Investoren

Die seit über einem Jahrzehnt beobachtbare Übernahmewelle in Deutschland ist auch geprägt durch Aktivitäten von sog. *Finanzinvestoren*. Im Unterschied zu strategischen Investoren werden als Finanzinvestoren Kapitalmarktakteure bezeichnet, die mit ihrem Engagement in ein Unternehmen überwiegend kurz- bis mittelfristige Renditeziele verfolgen. Zentrales Motiv ist somit die *kurz- bis mittelfristige Renditeorientierung bzw. Gewinnerzielungsabsicht* und nicht die strategische Integration der betreffenden Gesellschaft („Zielgesellschaft“) in einen Unternehmens- bzw. Konzernverbund. Ungeachtet dessen werden im allgemeinen Sprachgebrauch die einzelnen institutionellen (Finanz-)Investoren nicht immer trennscharf voneinander unterschieden, weil auch die Grenze zwischen den individuellen Geschäftsmodellen zunehmend verschwimmt.³ Im Ausgangspunkt erfolgt für *Zwecke dieses Beitrages* dennoch der Versuch einer schärferen Konturierung bzw. Abgrenzung. Dabei sind Finanzinvestoren einzuteilen in *Private-Equity-Fonds*, *Venture-Capital-Fonds* und *Hedgefonds*. Charakteristisch für *Private-Equity-Fonds* ist eine unternehmerische Eigenkapitalbeteiligung an jungen oder etablierten, regelmäßig nicht-börsennotierten Unternehmen. Die Beteiligungen dienen der Finanzierung des Wachstumspotentials oder spezieller Maßnahmen wie z. B. Restrukturierungen. Die Laufzeit solcher *Private-Equity-Fonds* liegt meist zwischen sieben und zwölf Jahren. *Venture-Capital-Fonds* sind den *Private-Equity-Fonds* sehr ähnlich. Der Kernunterschied liegt darin, dass sie vor allem in (Start-up-)Unternehmen investieren, die sich in einer sehr frühen Entwicklungsphase befinden sowie regelmäßig das Potential eines Börsengangs oder einer Übernahme aufweisen. Dabei spielen die Kapitalgeber oft eine aktive Rolle in den Gesellschaften, in die sie investieren, und nehmen so auf die Geschäftspolitik Einfluss. Im Gleichklang mit den vorgenannten Anlageformen und Geschäftsmodellen sind auch *Hedgefonds* grundsätzlich darauf ausgerichtet, eine *positive absolute Rendite* zu erwirtschaften, wengleich sie tendenziell einen kurzfristigen Anlagehorizont besitzen und im Zuge von blitzartigen Beteiligungserwerben bevorzugt in liquide börsennotierte Zielgesellschaften investieren, die sie einerseits gemessen am Aktienkurs als unterbewertet erachten, und die andererseits das Interesse weiterer Finanzinvestoren und/oder strategischer Investoren – aus welchen Gründen auch immer – auf sich gezogen haben. In diesem Rahmen steht bei *Hedgefonds* im Regelfall nicht die Einflussnahme auf die Geschäftspolitik im Vordergrund. Sie treten vielmehr in die Rolle *aktiver oder engagierter Minderheitsaktionäre*, die als Treuhänder („Vermögensanwäl-

* Inhaber der Professur für Externes Rechnungswesen, Unternehmensbewertung und Bewertungsrecht. Der Autor dankt Herrn RENÉ SCHUSTER für seine Mithilfe bei der Erstellung dieses Manuskriptes.

¹ Auf die alternative Schreibweise „Hedge-Fonds“ wird hier verzichtet.

² Hierbei handelt es sich um die Beteiligung von Hedgefonds bei Unternehmensübernahmen. Vgl. VOLKERY, Handelsblatt vom 15.02.2018, S. 34.

³ Ähnlich WILHELMI, WM 2008, S. 861 ff.

te“) die Renditeinteressen ihres Anlegerkreises – darunter Banken, Versicherungen oder Pensionsfonds – auch zum Nutzen der passiven Kleinaktionäre vertreten, indem sie frühzeitig positiven Einfluss auf die Marktbewertung der betreffenden Zielgesellschaft nehmen.⁴

2. Mangelnde Differenzierung des sog. Aktionärsaktivismus

Als Nutznießer möglicher Aktienkurssteigerungen infolge des Engagements von Hedgefonds werden im Regelfall ausschließlich passive Kleinaktionäre betrachtet, die auf Grund einer geringen Beteiligungsquote („Zwergbeteiligung“) unter Kosten-Nutzen-Erwägungen keinen wirtschaftlichen Anreiz hätten, sich aktiv(er) in die Unternehmensgeschehnisse einzuschalten („Free Riding“).⁵ Unerwähnt bleibt im Schrifttum demgegenüber die Rolle von Hedgefonds, die zuweilen ebenso zum Vorteil der Führungsorgane einer Zielgesellschaft – ganz gleich, ob kurz- oder mittelfristig – wirkt. Ein aktuell prominentes Beispiel stellt die geplante (feindliche) Übernahme des Stromproduzenten UNIPER durch den finnischen Versorger FORTUM dar. UNIPER hatte im Rahmen der Abspaltung („Spin off“) von E.ON das notleidende Geschäft mit Kohle- und Gaskraftwerken übernommen. Nachdem bekannt wurde, dass E.ON sämtliche Anteile an UNIPER, knapp 47 %, für 22 EUR/Aktie an FORTUM veräußern wird – und nunmehr vereinbarungsgemäß veräußert hat – ist der Aktienkurs von UNIPER im Zuge von Beteiligungserwerben (auch) durch Hedgefonds bislang auf knapp 25,50 EUR/Aktie angestiegen. Insofern dürfte es FORTUM angesichts dieser Kursentwicklung schwer(er)fallen zum Angebotspreis weitere UNIPER-Aktien zu kaufen, zumal die beteiligten Hedgefonds gegenwärtig keine Verkaufsabsicht signalisieren. Dem Vorstand von UNIPER, der sich gegen die Übernahme gestemmt hatte, kommt der Status quo entgegen, wengleich Hedgefonds mitnichten als „weiße Ritter“ gelten.⁶ Der Übernahmeveruch ist (vorerst) gescheitert, doch bleibt die weitere Entwicklung spannend.⁷

Ungeachtet dessen werden Hedgefonds gewöhnlich in einem Atemzug mit dem (suggestiv) negativ unterlegten (unbestimmten Rechts-)Begriff des *Aktionärsaktivismus* („Shareholder Activism“) in Verbindung gebracht. Darunter wird gemeinhin das Phänomen verstanden, dass renitente professionell agierende Finanzinvestoren, etwa Family Offices, Investmentfonds, Hedgefonds und Private-Equity-Investoren, eine nennenswerte Minderheitsbeteiligung zwischen 1 % und 25 % (meist 5 % - 10 %) an einer Zielgesellschaft erwerben, um anschließend – auch mit der Unterstützung weiterer Anteilseigner – ihre partikularen Interessen (rücksichtslos) zu Lasten der Gesellschaft und der übrigen Stakeholder durchzusetzen.⁸ Unbeschadet der Tatsache, dass für eine derartige Unterstellung keine belastbaren empirischen Befunde vorliegen,⁹ verdeutlicht bereits die gewählte Definition des Aktionärsaktivismus das vermeintliche Kernproblem: nicht das Auftreten von Hedgefonds an sich ist wertvernichtend, sondern ein *bestimmtes* Aktionärsverhalten, das ebenso anderen Akteuren offen steht. Gewiss lässt sich im Einzelfall auch darüber streiten, ob jede Aktivität eines Hedgefonds zielführend ist, doch eine Pauschalverurteilung ist nicht angebracht. Anders als in Teilen der Wirtschaftspresse nahegelegt wird, hat „Aktionärsaktivismus“ nicht per se eine negative Konnotation, maßgeblich für die Beurteilung des Aktivismus ist vielmehr der Zweck des Handelns.¹⁰ Ergo ist es nicht verwerflich, wenn professionelle Aktionäre auf Grund ihrer Sachkunde im Fall einer nachweis-

⁴ Vgl. PROKOP, FB 2008, S. 168 ff.

⁵ Zur Thematik etwa FLEISCHER/SCHMOLKE NZG 2009, S. 405.

⁶ Zum Interview mit UNIPER-Chef Klaus SCHÄFER siehe BERGISCHE MORGENPOST vom 30.12.2017, S. 9. Siehe auch FLAUGER, Handelsblatt vom 09.05.2018, S. 26.

⁷ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 08.02.2018, S. 9.

⁸ Vgl. BUNZ, NZG 2014, S. 1049; SEIWER, WirtschaftsWoche online vom 21.03.2014 („Die Langzeiteffekte aktivistischer Hedgefonds“), mit Verweis auf eine einschlägige Harvard-Studie.

⁹ Siehe zur Empirie m. w. N. PROKOP, FB 2008, S. 175; SCHREYÖGG/UNGLAUBE, AG 2013, S. 97 ff

¹⁰ Vgl. BUSCHMANN ET AL., WirtschaftsWoche online vom 06.02.2018 („Was aggressive Investoren den Aktionären bringen“).

lich unzureichenden Unternehmensperformance mit Nachdruck sinnvolle Maßnahmen (etwa Änderung der Investitions- bzw. Beteiligungspolitik, Verkauf unrentabler Unternehmensteile, Änderung der Zusammensetzung der Führungsorgane) fordern, die ebenso zum Vorteil der anderen Aktionäre oder Stakeholder den Erfolg bzw. den Preis der betreffenden Zielgesellschaft steigern sollen.¹¹ Ganz im Gegenteil: es ist sogar erwünscht.¹² Insofern unterscheidet sich dieses Ansinnen nicht von der Forderung anderer (Anker-)Investoren: das Unternehmen *bestmöglich* zu führen. Der „Aktivismus“ soll lediglich darin zum Ausdruck kommen, dass Hedgefonds weniger im Vorborgenen arbeiten, sondern größtmöglichen öffentlichen Druck auf die Unternehmensführung ausüben – vor allem in Hauptversammlungen, die bislang durch niedrige Präsenzen sowie eher oberflächlichen Generaldebatten mit Kleinaktionären gekennzeichnet sind.¹³ Doch hier ist bereits ein Wandel im Gange, denn auch weitere gewichtige Investorengruppen haben eine aktive(re) Anteilnahme in Hauptversammlungen angekündigt, womit die „Laissez-faire-Atmosphäre“ in deutschen Konzernen ihrem Ende naht.¹⁴ In der Konsequenz führt der (unscharf bezeichnete Begriff des) „Aktionärsaktivismus“ im Sinne guter Corporate Governance zu einer transparenten bzw. substantiierten Kommunikation mit den Verwaltungsorganen,¹⁵ und er erfüllt zugleich eine *Überwachungsfunktion*, die eine ökonomisch vernünftige sowie rechtlich wünschenswerte Machtbalance zwischen Anteilseignern und Unternehmensverwaltung i. S. der *Prinzipal-Agenten-Theorie* oder einen Interessensausgleich zwischen Klein- und Großaktionären fördern kann.¹⁶ Insofern dürfte das Auftreten aktiver Investoren – anders als partiell argumentiert wird¹⁷ – regelmäßig die Folge, mitnichten die Ursache einer ineffizienten – ggf. wertvernichtenden – Unternehmensführung sein.

3. Besondere Ereignisse als Anlagestrategie von Hedgefonds

Handelt es sich bei dem aktiven Aktionär um einen Hedgefonds, steht typischerweise die Identifikation der *mutmaßlichen* Unter- bzw. Fehlbewertungen einer Zielgesellschaft im Zentrum, um – dem ökonomischen Fundamentalprinzip der Renditemaximierung folgend – durch gezielte Erwerbe und Veräußerungen von Unternehmensanteilen möglichst kurzfristige Gewinne zu erzielen.¹⁸ Hedgefonds agieren daher zunehmend in Sondersituation („special situations“), etwa bei öffentlichen Übernahmen von börsennotierten Gesellschaften. Hier stehen sich zwei Seiten gegenüber. Auf der einen Seite stehen Bieter, die möglichst *günstig*, ggf. mit der Unterstützung von verkaufsbereiten Großaktionären den vollständigen Kontrollerwerb einer Zielgesellschaft beabsichtigen, von denen sie annehmen, eine aktive Einflussnahme auf die Geschäftspolitik wirke sich positiv auf den Fundamental- bzw. Unternehmenswert aus. Auf der anderen Seite stehen oftmals einflusslose Klein- oder Minderheitsaktionäre, die befürchten (müssen), dass zu deren Lasten Großaktionäre unter Ausnutzung legaler Mittel ihre finanziellen Interessen durchsetzen. Sofern sich in (noch vereinzelt) Übernahmefällen unter den Minderheitsaktionären auch Hedgefonds befinden, wird ihnen zuweilen reflexartig vorgeworfen, Übernahmen als Spielwiese zu nutzen, auf höhere Übernahmepreise, die Durchführung von aktienrechtliche Strukturmaßnahmen zu spekulieren und/oder Spruchverfahren zu instrumentalisieren, um die Rendite ihrer Kapitalanlage, notfalls im jahrelangen Rechtsstreit,

¹¹ Ähnlich REDEKE, AG 2015, S. 258; LOCKHART, International Bankers Forum vom 30.12.2016, S. 10 ff.

¹² Siehe etwa KÖHLER/LANDGRAF, Handelsblatt vom 16.01.2018, S. 28.

¹³ Siehe WILSING, Börsen-Zeitung vom 01.12.2016, S. B08, schlägt daher eine Steigerung der Hauptversammlungspräsenz (sog. Proxy Soliciting) vor, die unabhängig vom Auftreten aktiver Investoren insgesamt wünschenswert wäre.

¹⁴ Vgl. HERZ/KÖHLER/NARAT, Handelsblatt vom 13.04.2018, S. 23.

¹⁵ Vgl. LÖFFLER, FAZ vom 10.11.2017, S. 25.

¹⁶ Zur Corporate-Governance-Thematik ausführlich HOPT, ZHR 2011, S. 488 ff.

¹⁷ Vgl. SEIBT/KULENKAMP, Börsen-Zeitung vom 21.04.2018, S. 9.

¹⁸ Vgl. SCHOCKENHOFF/CULMANN, ZIP 2015, S. 297 f.

zu optimieren.¹⁹ Diese verengte Betrachtungsweise vermag jedoch nicht zu überzeugen, denn Hedgefonds können im Rahmen eines Übernahmeprozesses unter dem Gesichtspunkt der „Waffengleichheit“ einen wichtigen Beitrag zum Aktionärsschutz leisten, indem sie dem (ebenfalls) opportunistischen Verhalten der dominierenden Gegenpartei entgegenwirken. Dabei verfängt der Vorwurf, Hedgefonds seien nicht an eine *langfristige* Stärkung des Zielunternehmens interessiert, in Sondersituationen per se nicht, sind es doch Bieter, die auf Sicht einen Ausschluss sämtlicher Minderheitsaktionäre beabsichtigen. Folglich sind bei neutraler Betrachtung beiden Seiten schützenswerte Interessen zuzubilligen. In der Konsequenz lässt sich ein für beide Parteien akzeptables (Bewertungs-)Ergebnis nur im Wege einer autonomen oder (richterlich angeordneten) simulierten „fairen“ Verhandlungslösung finden.

Bei Lichte besehen müssen sich vor allem in Sondersituation Bieter wie Zielunternehmen auf die Beteiligung von Hedgefonds einstellen und diese in ihre Überlegungen zur Transaktionsgestaltung rechtzeitig einbeziehen. Denn Hedgefonds beschäftigen sich intensiv mit dem Geschäftsmodell eines Zielunternehmens und beurteilen auf der Grundlage ihrer Markt-, Branchen- und Unternehmenskenntnisse, analytischen Fähigkeiten sowie einer durch Fakten und belastbaren Prognosen gestützten Wertermittlung, ob der von einem ebenfalls professionell tätigen Finanz- oder strategischen Investor („Bieter“) angebotene Übernahmepreis nicht lediglich übernahmerechtlich akzeptabel erscheint, sondern auch und vor allem ökonomisch. Spiegelt sich die Einschätzung des Hedgefonds über den *vermuteten* Fundamentalwert der Zielgesellschaft nach einer potentiellen Übernahme im Übernahmepreis nicht hinreichend wider, d. h. erscheint die Differenz zwischen vermeintlich höherem Fundamentalwert und niedrigem objektiven Übernahmepreis nicht (mehr) akzeptabel, wird der betreffende Hedgefonds (weitere) Anteile an der Zielgesellschaft „günstig“ erwerben und gegenüber dem Bieter einen Aufschlag in Form einer begründeten Übernahme- bzw. Abfindungsprämie fordern. Diese kommt den passiven Kleinaktionären in vielen Fällen ebenfalls zugute, denn gewöhnlich wird die geforderte Prämie unmittelbar im Börsenkurs eingepreist, wengleich deren *konkrete* Höhe vom jeweiligen Einzelfall abhängig ist und damit einerseits von der (unbekannten) Konzessionsgrenze des Bieters und andererseits von der konkreten Beteiligungsquote des Hedgefonds. Verfügt dieser über eine Sperrminorität bei der Zielgesellschaft und sieht das Übernahmeangebot eine Mindestannahmeschwelle von 75 % vor, muss sich der Bieter entweder i. S. einer Verhandlungslösung mit dem Hedgefonds auf einen „fairen“ Preis einigen, um die Mindestannahmeschwelle erreichen zu können, oder alternativ die Mindestannahmeschwelle herabsetzen bzw. den Übernahmeversuch gänzlich abbrechen.²⁰

Letztere Handlungsalternative dürfte angesichts der Zielsetzung, finanzielle Vorteile zu realisieren, sowie der bis dahin bereits verursachten Kosten keineswegs im Interesse der Konfliktparteien liegen. Im Falle eines Scheiterns müssten zum einen Hedgefonds angesichts des Wegfalls der Übernahmeprämie zwangsläufig Kursverlust hinnehmen – insbesondere zur Verdrossenheit der wirtschaftlich Berechtigten des von ihnen verwalteten Vermögens. Zum anderen dürfte ein Bieter, der sich strategische und/oder finanzielle Vorteile aus der Übernahme verspricht und gewöhnlich bereits Ressourcen gebunden hat, das unterbreitete Erwerbangebot nur dann zurücknehmen, wenn der aus der Integration/Konzernierung der Zielgesellschaft erwartete (Synergie-)Mehrwert nicht mehrheitlich ihm zukommt. Insoweit kann eine gegenüber der ursprünglich geplanten Aufteilung des potentiellen Transaktionsvorteils weniger günstige Lösung, d. h. eine Erhöhung der Übernahmeprämie wirtschaftlich noch lohnend sein. Im Ergebnis versuchen Hedgefonds durch eine primär nicht-konfrontative, wengleich

¹⁹ Vgl. jüngst GRABL/NIKOLEYCZIK, AG 2017, S. 51; KIRCHNER/LEYENDECKER, Börsen-Zeitung vom 11.11.2017, S. 9.

²⁰ Sofern gleichzeitig mehrere Finanzinvestoren am Zielunternehmen beteiligt sind, um das wirtschaftliche Risiko zu teilen, ist gewöhnlich die Rede von einer „Wolf Pack“-Strategie. Vgl. SELZNER, Börsen-Zeitung vom 10.05.2014, S. 9.

zielgerichtete Kommunikation mit dem Bieter den Übernahmepreis zu beeinflussen, ohne die Zielgesellschaft übernehmen zu wollen.²¹ Dies kann zu einer Steigerung der Informations- und Transaktionskosteneffizienz beitragen, wenn es Hedgefonds gelingt, Marktpreise rascher *in die Nähe* eines für sämtliche Parteien akzeptablen Einigungswertes zu bringen und dort zu stabilisieren. Insofern mag das Vorgehen von Hedgefonds *prima facie* eigennützig motiviert erscheinen, es wirkt sich zumeist aber auch zum Vorteil der Kleinaktionäre der Zielgesellschaft aus.²² Schließlich habe diese keine Kosten zu tragen, sie partizipieren aber in vollem Umfang an einer Preissteigerung der Zielgesellschaft. Dass dieses – zuweilen als „Aktivismus“ bezeichnete – Engagement im Umfeld von Bietern, angesichts der damit regelmäßig einhergehenden Verteuerung des Kaufangebots, nicht auf Sympathie stößt, dürfte naheliegen.

Auch im Vorfeld aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen – regelmäßig betreffend den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages (BGAV) und den Squeeze-out – oder im Rahmen nachgelagerter gerichtlicher Auseinandersetzungen leisten Hedgefonds einen wichtigen Beitrag zum Abbau von Informationsasymmetrien. Zudem stellt sich im Gesellschaftsrecht mit Blick auf die Zielsetzung eines Mehrheitsaktionärs, *sämtliche* Minderheitsaktionäre im Wege eines Squeeze-out-Verfahrens umgehend aus der Zielgesellschaft auszuschließen, nicht mehr die kontroverse Frage, ob die kurzfristige Renditeorientierung von Hedgefonds zu Lasten langfristig orientierter Kleinaktionäre gehen könnte. Insofern greift ein Schutzmechanismus zu Gunsten der Kleinaktionäre schon deshalb, weil zwischen ihnen und Hedgefonds im Hinblick auf die Realisierung einer möglichst hohen Abfindung Interessenhomogenität besteht. Das BVerfG betont in diesem Kontext die *Doppelnatur der Aktie* als Vermögens- und Mitgliedschaftsrecht und leitet daraus ab, dass die mitgliedschaftliche Seite auch starken Beeinträchtigungen ausgesetzt werden darf, solange die *vermögensrechtliche* bewahrt bleibt. Das höchste Gericht sieht einen Minderheitsaktionär – ganz gleich, ob mit kurzem oder langem Anlagehorizont – als Anteilseigner an, der sein Interesse weitgehend auf Dividenden und Kursgewinne beschränkt. Die Aktie sei mehr Kapitalanlage als unternehmerische Beteiligung.²³ Der Vermögensschutz *eines jeden* (zum Ausscheiden gezwungenen) Minderheitsaktionärs wäre in verfassungswidriger Weise verfehlt, wenn er für die Beeinträchtigung oder den Entzug seiner Kapitalanlage nicht „voll“ kompensiert werden würde.

Dass dieses höchstrichterliche Gebot in der Übernahmepaxis – bewusst oder unbewusst – missachtet wird, ist Gegenstand des *dritten* Kapitels. In diesem Kontext wird zudem beleuchtet, welche *betriebswirtschaftlichen Implikationen* sich aus der Doppelnatur der Aktie ergeben.²⁴ Zuvor wird in Kapitel II der gewöhnliche Weg bis zur Erlangung der *vollständigen* Kontrolle einer Zielgesellschaft, der in Deutschland von einer Vielzahl rechtlicher Regelungen begleitet wird, in der erforderlichen Kürze und Übersichtlichkeit erläutert.

II. Charakterisierung der Konfliktsituation im Laufe eines Übernahmeprozesses

Im Kontext von Übernahmen börsennotierter Gesellschaften stellen Bewertungsfragen die betroffenen (Konflikt-)Parteien in verschiedenen Phasen des Übernahmeprozesses vor Herausforderungen.²⁵ Um in diesem Rahmen zu einer fundierten Lösung des in Kapitel III zu adressierenden Bewertungsproblems zu gelangen, ist es mit Blick auf die nachstehende Abbildung sinnvoll, die wechselnden rechtlichen und tatsächlichen Machtverhältnisse im Laufe

²¹ Vergleichbar sind die Beobachtungen von THAMM/SCHIERECK, CF 2014, S. 26.

²² Der gescheiterte Übernahmeveruch der LONDON STOCK EXCHANGE durch die DEUTSCHE BÖRSE im Jahr 2005 stellt einen *Ausnahmefall* dar, bei dem ein Interessenskonflikt zwischen den beteiligten Hedgefonds und den übrigen Kleinaktionären der DEUTSCHEN BÖRSE bestand. Siehe hierzu ENGERT, ZIP 2006, S. 2108 f.

²³ BVerfG vom 27.04.1999 (1 BvR 1613/94); BVerfG vom 23.08.2000 (1 BvR 68/95).

²⁴ ADOLFF, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft (2007), S. 290 ff.

²⁵ Zur Thematik siehe auch ADERS/SCHNELL/SCHWETZLER, CF 2018, S. 54 ff.

eines Übernahmeprozesses zu beleuchten und die dadurch bedingte Auseinandersetzung zwischen den Aktionärsgruppen der Zielgesellschaft zu charakterisieren.²⁶

Abbildung 1: Phasen im Rahmen eines Übernahmeprozesses

		Ziel-AG	Beteiligungsquoten an Ziel-AG	Meldepflichten bei Übernahmeangeboten
Übernahmephasen	I	"unterbewertete" Aktien (Analysephase)	0 % - 30 %	Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (§10 WpÜG)
	II	Übernahmekandidaten	≥ 30 %	Pflichtangebot bei Käufen ≥ 30 % des Aktienkapitals (§ 35 WpÜG)
	III	Faktischer Konzern	≥ 50 %	
	IV	Vertragskonzern	≥ 75 %	Abfindungsangebot und Ausgleichszahlung bei BGAV (§§ 291 ff. AktG)
	V	Endspiel	≥ 90 %	Abfindung bei verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out (Beteiligungsquote ≥ 90 %; § 62 Abs. 5 UmwG)
				Abfindung bei aktienrechtlichen Squeeze-out (Beteiligungsquote ≥ 95 %; §§ 327a ff. AktG)
Abfindung bei übernahmerechtlichen Squeeze-out (Beteiligungsquote ≥ 95%; §§ 39a-c WpÜG)				
VI	Nachspiel	75 % - 100 %	Spruchverfahren (§§ 1 ff. SpruchG)	

zunehmende Wahrscheinlichkeit eines Delisting

Zutreffend unterscheidet die fundierte Bewertungslehre in derartigen Fällen zwischen *nicht dominierten* und *dominierten Konfliktsituationen*. Im letzteren Fall kann eine Maßnahme auch gegen den erklärten Willen betroffener Minderheitsaktionäre durchgesetzt werden. Die Ausdifferenzierung der (verfassungs-)rechtlichen Mechanismen zum Schutz der Minderheitsaktionäre im Kapitalmarktrecht (WpÜG, WpÜG-AngebV) einerseits und im Gesellschaftsrecht (AktG, UmwG i. V. mit SpruchG) andererseits erweisen sich somit aus einem ökonomischen Blickwinkel ebenfalls als begründet.

1. Die Grundkonzeption des Übernahmerechts erschließt sich am einfachsten anhand der beiden Zentralbegriffe „Erlangung der Kontrolle“ und „öffentliches (Pflicht-)Angebot“. Kontrolle liegt nach § 29 WpÜG vor, wenn ein Erwerber oder Bieter unmittelbar oder im Wege der Zurechnung mindestens 30 % der Stimmrechte an einer börsennotierten Aktiengesellschaft hält. An die Erlangung dieser Kontrolle knüpft das Gesetz die Pflicht des Erwerbers, ein Erwerbsangebot für *alle* von den außenstehenden Aktionären gehaltenen Aktien der betreffenden Zielgesellschaft zu unterbreiten. Sofern der Erwerber gemäß § 29 Abs. 1 WpÜG erst beabsichtigt, die Kontrolle zu erlangen, erfolgt dies durch ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (§ 35 Abs. 3 WpÜG), das sich ebenfalls zwingend auf alle vom Bieter nicht bereits (un-)mittelbar gehaltenen Aktien der Zielgesellschaft erstrecken muss. Unabhängig von der Angebotsform unterliegen Art und Höhe der zu entrichteten *angemessenen Gegenleistung* des Bieters einer einheitlichen Mindestpreisregelung i. S. des § 31 WpÜG i. V. mit §§ 3 ff. WpÜGAngebV: Erstens muss die Höhe der Gegenleistung mindestens dem Durchschnittsbörsenkurs der letzten drei Monate vor Bekanntmachung der Erwerbsabsicht entsprechen, und zweitens wird die Angebotshöhe durch einen etwaigen *Vorerwerb* des Bieters innerhalb der letzten sechs Monate vor Veröffentlichung des Angebots beeinflusst. In diesem Fall muss das Entgelt mindestens der höchsten vom Bieter in diesem Zeit-

²⁶ Siehe hierzu ausführlich CAHN/DECHER, DZ 2015, S. 469 ff.

raum gewährten oder vereinbarten Gegenleistung entsprechen. Drittens gilt dasselbe analog für *Nacherwerbe*, die innerhalb eines Jahres nach der Angebotsveröffentlichung außerbörslich für Aktien der Zielgesellschaft entrichtet oder vereinbart werden. Unbeschadet dieser Mindestpreisregelung handelt es sich um eine freiwillige Markttransaktion – mithin *nicht dominierte Konfliktsituation* –, denn betroffene Minderheitsaktionäre können frei entscheiden, ob sie das Angebot annehmen oder unter Beachtung ihres jeweiligen – auch als Entscheidungswert bezeichneten – Grenzpreises als ungenügend zurückweisen. Auch der Bieter wird eine freiwillige Erhöhung des gesetzlich geforderten Mindestpreises von seinem Grenzpreis, d. h. von seiner maximalen Zahlungsbereitschaft i. S. seiner subjektiven Konzessionsgrenze, und der Frage nach der beabsichtigten Dauer des Übernahmeprozesses abhängig machen. Sofern die vollständige Kontrolle der Zielgesellschaft unter strategischen und/oder wirtschaftlichen Aspekten kurzfristig erlangt werden soll, muss der Bieter im Regelfall sein Übernahmeangebot von vornherein (mindestens) am Grenzpreis des einflussreichsten Großaktionärs innerhalb des Aktionärskreises ausrichten.²⁷ Zusammenfassend lässt sich somit festhalten: Zum einen dürfte eine Übernahme ohne das Vorhandensein von Großaktionären kostengünstiger ablaufen. Zum anderen wird im Übernahmerecht ein Angemessenheitsbegriff verwendet, der sich nicht mit demjenigen im Gesellschaftsrecht deckt, weil in einer *freien Verhandlungssituation* zunächst keine Partei schützenswert ist. Bei genauer Betrachtung handelt es sich jedoch um ein Konfliktlösungsmodell unter Auflagen. Schließlich stellt der Gesetzgeber auf der Grundlage der Mindestpreisvorgaben zum Schutz der übrigen Kleinaktionäre sicher, dass ein Bieter einen Teil der Effizienzgewinne, die er auf Grund der Kontrollerlangung und Konzernierung der Zielgesellschaft zu realisieren vermag, durch Absprachen („acting in concert“) und/oder individualvertraglichen Vereinbarungen nicht lediglich mit einflussreichen Großaktionären teilt, sondern unter Beachtung des Gleichbehandlungsgrundsatzes (§ 3 WpÜG) mit sämtlichen Aktionären.²⁸

2. Mit dem Übernahmeangebot wird zugleich der Übertritt vom Kapitalmarktrecht in den Binnenbereich des Aktien(konzern)rechts eingeleitet. Auf dem Weg zur Erlangung der vollständigen Eigentümerschaft beabsichtigt der – nun als Mehrheitsaktionär fungierende – Bieter im Regelfall die Begründung eines Vertragskonzerns durch den Abschluss eines BGAV gemäß § 291 AktG, der nach § 293 AktG eine Mehrheit von mindestens 75 % des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals erfordert. Der Abschluss eines Beherrschungsvertrages führt zu einer gesetzlich zugelassenen (§ 308 Abs. 1 AktG) Verlagerung der Leitungsmacht des Vorstandes der Zielgesellschaft auf das herrschende Unternehmen in Gestalt des Mehrheitsaktionärs und bewirkt damit erhebliche Strukturveränderungen, die sich auf die Zielgesellschaft sowohl günstig als auch nachteilig auswirken können. Als wichtigste Folge ist der Mehrheitsaktionär legitimiert, innerhalb des hierdurch begründeten Vertragskonzerns auch Weisungen zu erteilen, welche die Überlebensfähigkeit der abhängigen Zielgesellschaft und damit einhergehend das Aktieneigentum nach dem Ende des Beherrschungsvertrages gefährden könnte. Weiterhin ist die Zielgesellschaft wegen des

²⁷ OLBRICH/HEINZ, WPg 2009, S. 545 ff., haben hierzu ein fundiertes ökonomisches Modell entwickelt.

²⁸ Vor diesem Hintergrund bleibt der Streit um die POSTBANK-Übernahme durch die DEUTSCHE BANK spannend. Ehemalige Aktionäre der POSTBANK und das Landgericht Köln (Az. 82 O 115/15) sehen es als erwiesen an, dass die DEUTSCHE BANK bei der Übernahme der POSTBANK mit der DEUTSCHEN POST als damalige Hauptaktionärin gemeinsame Sache gemacht hatten. Zwar hatte die DEUTSCHE BANK 2008 lediglich 29,75 % der Postbank-Aktien für 57,25 EUR/Aktie erworben, um kein Pflichtangebot auslösen zu müssen, konnte aber mutmaßlich die Geschäftspolitik der POSTBANK bestimmen. Rund zwei Jahre später kam das Übernahmeangebot an die übrigen der POSTBANK-Aktionäre, das dann jedoch angesichts der Finanzkrise lediglich bei 25 EUR/Aktie lag. Beim Squeeze-out in 2015 bekamen die Aktionäre schließlich 33,05 EUR/Aktie. Laut einem aktuellen Bericht soll sich die Nachzahlungsforderung auf insgesamt 800 Mio. EUR belaufen. Siehe HANDELSBLATT vom 05.01.2018, S. 24.

Gewinnabführungsvertrages verpflichtet, dessen gesamten Gewinn an das herrschende Unternehmen abzuführen, wodurch der Dividendenanspruch der Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft infolge eines nicht ausgewiesenen Bilanzgewinns ins Leere läuft. Von besonderer Bedeutung ist in diesem Stadium die Charakterisierung der Konfliktsituation, die nunmehr als *dominiert* einzustufen ist. Schließlich kann der Mehrheitsaktionär auf Grund der bestehenden Machtverhältnisse den BGAV auch gegen den Willen der Minderheit durchsetzen. Darüber hinaus bestimmt er einseitig die Konditionen des Beherrschungsvertrages. Angesichts dieser Beeinträchtigung der mitgliedschaftlichen und vermögensrechtlichen Aktionärsstellung infolge von Konzernierungs- und Strukturmaßnahmen hat der Gesetzgeber mit § 304 AktG (jährlich wiederkehrende Garantiedividende) und § 305 AktG (einmalige Abfindung) zwei Schutzmechanismen geschaffen und jedem Minderheitsaktionär das Wahlrecht einräumt, in der beherrschten Zielgesellschaft zu verbleiben oder auszuscheiden. Unabhängig von der gewählten Kompensationsform wird in ständiger Rechtsprechung vom BVerfG – in einer *dominierten Konfliktsituation* – mit Verweis auf den Eigentumsschutz des Art. 14 Abs. 1 GG die Gewährung einer „wirtschaftlich vollen“ *Entschädigung*, die nach juristischer Lesart den „wirklichen“ oder „wahren“ Wert des Anteilseigentums widerzuspiegeln hat, gefordert.²⁹ Dabei entspricht nach herrschender Bewertungspraxis und gefestigter Rechtsprechung die Barabfindung dem anteiligen Ertrags- oder Unternehmenswert der Zielgesellschaft, zumindest aber deren Drei-Monats-Durchschnittsbörsenkurs i. S. der sog. STOLLWERCK-Entscheidung des BGH.³⁰ Von betriebswirtschaftlicher Relevanz – und insofern auch für die Handlungsstrategien von Hedgefonds – ist in diesem Kontext die Vorgehensweise bei der Ermittlung der fraglichen „wirtschaftlich vollen“ Entschädigung, zumal Ausgleich und (Bar-)Abfindung mit dem Ziel einer Erhöhung in einem *gerichtlichen Spruchverfahren* überprüft werden können.

3. Erwirbt ein Mehrheitsaktionär (vormals: Bieter) nach Abschluss des BGAV (außer-)börslich oder im Wege eines (weiteren) freiwilligen Übernahmeangebotes weitere Aktien der Zielgesellschaft bis er die Schwelle von mindestens 95 % des Grundkapitals der Zielgesellschaft erreicht hat, steht ihm als Option der vollständige (Zwangs-)Ausschluss der übrigen Minderheitsaktionäre gemäß den Vorschriften der §§ 327a ff. AktG offen, das er (in einem günstigen Zeitpunkt) gewöhnlich ausübt. Neben diesem sog. *aktienrechtlichen Squeeze-out* wird vereinzelt ein sog. *verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out* nach § 62 UmwG i. V. mit §§ 327 ff. AktG vollzogen. Der Minderheitenausschluss erfolgt hier durch die Verschmelzung der Zielgesellschaft mit dem Mehrheitsaktionär, der zu diesem Zweck mindestens 90 % der Anteile an der Zielgesellschaft halten muss. Die Verschmelzung selbst bedarf der Zustimmung von mindestens 75 % der auf der Hauptversammlung vertretenen Stimmrechte. Unbeschadet der bevorzugten Squeeze-out-Form ist als Entschädigung für den Zwangsausschluss den betroffenen Aktionären eine einmalige Barabfindung i. S. des § 327b AktG zu leisten. Den Gerichten kommt nach § 327f Satz 2 AktG abermals die Aufgabe zu, in einem etwaigen Spruchverfahren die „angemessene“ Barabfindung zu bestimmen, sofern die vom Mehrheitsaktionär festgelegte Barabfindung als „unangemessen“ gilt. Die *Angemessenheit als Rechtsfrage* verlangt gemäß dem zuvor erwähnten Duktus des BVerfG die Ermittlung des „wirtschaftlich vollen“ Wertes der Unternehmensbeteiligung als rechtliches Bewertungsziel.³¹ Insbesondere im Rahmen eines Squeeze-out muss auch für diejenigen Minderheitsaktionäre, die grundsätzlich überhaupt keine Verkaufsbereitschaft aufweisen, weil sie dauerhaft Anteile an der Zielgesellschaft behalten wollten, eine Abfindung ermittelt werden, welche eine solche Verkaufsbereitschaft fingiert. Bezüglich der konkreten Wertermittlung hat der BGH in zwei jüngeren Entscheidungen über zwei bis

²⁹ Vgl. BVerfG vom 27.04.1999 (1 BvR 1613/94).

³⁰ Vgl. BGH vom 19.07.2010 (II ZB 18/09).

³¹ Vgl. BVerfG vom 30.05.2007 (1 BvR 1267/06).

dahin kontrovers diskutierte bewertungsrechtliche Aspekte entschieden:³² *Zum einen* sei die Frage nach der normzweckadäquaten Bewertungsmethode keine Rechts-, sondern eine Tatsachenfrage, die nach dem Erkenntnisstand der wirtschaftswissenschaftlichen oder betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und -praxis zu beurteilen ist.³³ *Zum anderen* seien Anteils- und Unternehmenswerte dem *Stichtagsprinzip* folgend zeitpunktbezogen auf den maßgeblichen Bewertungsstichtag zu ermitteln.³⁴ Insofern ist bei beherrschten Unternehmen das rechtliche Bewertungsziel auch und gerade im Falle eines zum Bewertungsstichtag des Squeeze-out *ungekündigten* – auf unabsehbare Zeit bestehenden – BGAV verfehlt, wenn die Squeeze-out-Barabfindung ausgeschlossener Minderheitsaktionäre sich allein nach der Barwertsumme der im BGAV fixierten Ausgleichszahlungen richten würde. Vielmehr ist der auf den Anteil eines Minderheitsaktionärs entfallende Anteil des Unternehmenswerts jedenfalls dann maßgeblich, wenn dieser *höher* ist als der Drei-Monats-Durchschnittskurs gemäß „STOLLWERCK“ oder der Barwertsumme der Ausgleichszahlungen.³⁵

4. Während eines Übernahmeprozesses, insbesondere im Zeitraum nach Abschluss eines BGAV könnte ein Mehrheitsaktionär zudem ein *Delisting*, also den vollständigen Rückzug der Zielgesellschaft vom regulierten Kapitalmarkt als „taktische Vorschaltmaßnahme“³⁶ bei einem geplanten Squeeze-out in Betracht ziehen. Schließlich würde dann in Ermangelung einer Börsennotierung der maßgebliche Drei-Monats-Durchschnittsbörsenkurs als Abfindungsuntergrenze wegfallen. Mit Blick auf die erst in 2015 in Kraft getretene gesetzliche Neuregelung dürfte ein vorgeschaltetes Delisting an Attraktivität gewinnen. Um dies besser nachvollziehen zu können, soll kurz die (Rechts-)Entwicklung rekapituliert werden.³⁷ Nachdem das BVerfG³⁸ klar stellte, dass das grundrechtlich geschützte Eigentum der Aktionäre durch ein Delisting nicht berührt werde, weil die *Verkehrsfähigkeit* – also der Börsenhandel – von Aktien nicht zum Schutzbereich von Art. 14 GG gehöre, vollzog der BGH im Jahre 2013 in seiner sog. FROSTA-Entscheidung³⁹ eine radikale Kehrtwende, indem es seine im Jahre 2002 im „Macrotron“-Urteil⁴⁰ entwickelten *Delisting-Grundsätze* vollständig aufgab. Bis dahin war (mangels einer gesetzlichen Konkretisierung) jedes Delisting – analog zu Strukturmaßnahmen – an *drei* Bedingungen, namentlich Hauptversammlungsbeschluss, Barabfindungsangebot zum „wahren“ Anteilswert sowie Überprüfbarkeit der Barabfindung im Spruchverfahren, geknüpft. Demgegenüber galt nach „FROSTA“ ein Delisting als eine reine Geschäftsführungsmaßnahme des Vorstandes, die eine Beachtung der Delisting-Grundsätze nicht mehr erforderte. In der Folge war die Zahl der Gesellschaften, die einen Börsenrückzug vollzogen haben, stark angestiegen. Zur Eindämmung dieses Exodus sah sich der Gesetzgeber – nicht zuletzt auf Grund des Drucks aus der Wissenschaft – zum Handeln bewegt und knüpfte im Interesse eines ausgewogenen Anlegerschutzes jedes Delisting zumindest an ein Barabfindungsangebot, dessen Höhe sich gemäß § 39 Abs. 3 BörsG primär an dem sechsmonatigen Durchschnittsbörsenkurs vor Ankündigung eines Delisting richtet. Im Lichte dessen kann sich ein *vorgeschaltetes* Delisting insbesondere für Zielgesellschaften anbieten, deren Börsenkurs angesichts besonderer Umstände (z. B. Erwerb eines Aktienpakets durch einen Hedgefonds) deutlich angestiegen

³² Vgl. FLEISCHER, AG 2016, S. 185 ff.; SCHÜPPEN, ZIP 2016, S. 1413 ff.

³³ Vgl. BGH vom 29.09.2015 (II ZB 23/14).

³⁴ Zum Stichtagsprinzip KARAMI, Unternehmensbewertung in Spruchverfahren beim „Squeeze out“ (2014), S. 145 ff.

³⁵ Vgl. BGH vom 12.01.2016 (II ZB 25/14).

³⁶ BAYER, NZG 2015, S. 1172.

³⁷ Vgl. KARAMI/SCHUSTER, CF 2016, S. 106 ff.

³⁸ Vgl. BVerfG vom 11.07.2012 (1 BvR 3142/07).

³⁹ Vgl. BGH vom 08.10.2013 (II ZB 26/12).

⁴⁰ Vgl. BGH vom 25.11.2002 (II ZR 133/01).

ist. Denn mögliche Preis- und Abfindungsspekulationen fallen in einem Sechs-Monats-Durchschnittskurs weniger ins Gewicht als in einem dreimonatigen Durchschnittskurs. Der Mehrheitsaktionär wird anschließend *außerbörslich* typischerweise für benötigte größere Aktienpakete einen Zuschlag auf den zuletzt beobachtbaren Börsenkurs bezahlen. Paketpreise reflektieren die gesteigerte gesellschaftsrechtliche Einflussmacht, die mit einer bestimmten Quote von Anteilseigentum verbunden ist. Sie spielen bei ökonomischer Betrachtung für die Abfindungsbemessung eine Rolle, wengleich die Rechtsprechung deren Relevanz (noch) negiert.⁴¹

Die Frage nach der geeigneten Bewertungsmethode und somit des geeigneten Wertkonzeptes zur Erreichung des verfassungsrechtlichen Bewertungsziels ist keine Rechtsfrage, sondern eine von den Fachkundigen der wirtschaftswissenschaftlichen oder betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und -praxis zu beantwortende Tatsachenfrage. Die bewusste gesetzgeberische Zurückhaltung bezüglich der normzweckadäquaten Bewertungsmethode darf – wie FLEISCHER zutreffend formuliert – „nicht als Freibrief für Methodenbeliebigkeit oder gar eine methodenfreie Schätzung ohne betriebswirtschaftliches Fundament missverstanden werden“⁴². Dass diese begründete Forderung in der Übernahmep Praxis nicht uneingeschränkt auf Zustimmung stößt, soll nachfolgend auch und insbesondere am Beispiel der Übernahme von DEMAG CRANES näher beleuchtet werden.

III. Zur Bedeutung von Hedgefonds im Übernahmeprozess am Beispiel DEMAG CRANES: Wert ist nicht gleich Übernahmepreis ist nicht gleich „volle“ Abfindung

1. Ausgangssachverhalt: Übernahme von DEMAG CRANES – zugleich eine Replik auf einen Gastbeitrag von KAMES in der Börsen-Zeitung

Wer verstehen will, warum Hedgefonds im Rahmen eines Übernahmeprozesses sowohl für die übrigen Kleinaktionäre als auch für den Preisbildungsprozess regelmäßig eine hohe Bedeutung zukommt, muss zunächst ein Verständnis über die deutsche Rechtsordnung im Kontext gesellschaftsrechtlicher Konzernierungs- bzw. Strukturmaßnahmen erlangen. Dieses Verständnis ist auch und vor allem mit Blick auf einen Gastbeitrag von KAMES in der Börsen-Zeitung unerlässlich.⁴³ Unter dem Titel „Hedgefonds-Wetten auf höhere Abfindungen werden nach wie vor gefördert“ illustriert der Autor am Übernahmefall „DEMAG CRANES/TEREX“ den Einfluss von Hedgefonds und prangert das im vorstehenden Kapitel II beleuchtete hiesige Rechtssystem an.⁴⁴ Im Zentrum des Beitrags steht der prominente Hedgefonds ELLIOTT, der im Zusammenhang mit dem vollständigen Erwerb von DEMAG CRANES⁴⁵ durch den US-amerikanischen Baumaschinenkonzern TEREX eingestiegen war. Nachdem TEREX sein erstes feindliches Übernahmeangebot im Zuge eines Bieterwettbewerbes von 41,75 EUR Mitte 2011 auf 45,50 EUR aufstockte, baute ELLIOTT seine Beteiligung an DEMAG CRANES in Erwartung einer über dem zweiten Übernahmegebot liegenden Abfindung auf 12,71 % signifikant aus, wodurch der Börsenkurs auch zu Gunsten der übrigen Aktionäre weiter gestiegen ist. Im Anschluss an den Kontrollenerwerb hielt TEREX rund 81,83 % der Anteile an DEMAG CRANES. Es folgte Anfang 2012 der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages (kurz: BGAV) zwischen TEREX und DEMAG CRANES, dessen Umsetzung die Ermittlung einer „angemessenen“ Barabfindung und einer Ausgleichszahlung sowie deren Prüfung durch einen gerichtlich bestellten Sachverständigen bedurfte. Die Barabfindung richtete sich nach dem zu

⁴¹ Kritisch hierzu LG KÖLN in seinem Beschluss vom 24.07.2009 (82 O 10/08).

⁴² FLEISCHER, AG 2016, S. 190.

⁴³ Vgl. KAMES, Börsen-Zeitung vom 26.09.2013, S. 4.

⁴⁴ Einen inhaltlich nahezu deckungsgleichen Beitrag veröffentlichte KAMES in der FAZ vom 16.04.2014, S. 25, auf den hier nicht gesondert eingegangen wird.

⁴⁵ Inzwischen formwechselnd umgewandelt in TEREX MHPS GMBH und jüngst an den finnischen Kranbauer KONECRANES veräußert.

diesem Stichtag maßgeblichen durchschnittlichen Börsenkurs i. H. von 45,52 EUR/Aktie, weil dieser höher ausfiel als der vom beauftragten Wirtschaftsprüfer bestimmte und von einem (Wirtschafts-)Prüfer akzeptierte quotale Unternehmenswert nach IDW S 1 i. H. von 43,23 EUR/Aktie, die Garantiedividende je Aktie betrug 3,33 EUR brutto. Nach Abschluss des BGAV veräußerte ELLIOTT den wesentlichen Teil seiner Beteiligung an TEREX, wodurch Mitte 2013 der Squeeze-out der übrigen DEMAG-CRANES-Aktionäre vollzogen werden konnte. Die Barabfindung richtete sich auf Grund eines niedrigeren „objektivierten“ Anteilswertes (44,18 EUR/Aktie) erneut nach dem maßgeblichen Durchschnittsbörsenkurs, der zwischenzeitlich – auch angesichts der Intervention von ELLIOTT – auf 60,48 EUR/Aktie gestiegen war. Der vollständige Übernahmeprozess dauerte rund 2,5 Jahre. Es ist evident, dass die Kosten für den Erwerb der weiteren Anteile im Laufe des Übernahmeprozesses sukzessive gestiegen sind. Daraus leitet KAMES zum Schluss seiner Ausführungen sinngemäß ein Kostenrisiko zu Lasten der Bieter ab. Daher regt er (unter Interessenwahrnehmung) den Gesetzgeber an, den bei einer Übernahmeofferte angebotenen Preis auch als angemessene Abfindung verbindlich vorzuschreiben, wenn

- der Abschluss eines BGAV in einem unmittelbaren zeitlichen Zusammenhang folgt,
- 75 % der Aktionäre ihre Anteile im Rahmen eines Übernahmeangebots andienen,
- die Organe der Zielgesellschaft den Übernahmepreis als „fair“ erachten und
- 75 % der Aktionäre zum Abschluss eines BGAV ausreichend sind.

Der Vorschlag von KAMES, der gleichfalls an anderer Stelle postuliert wird,⁴⁶ ist i. S. einer (weiteren) Angemessenheitsvermutung zu verstehen. Danach ist die Angemessenheit des Angebots- oder Übernahmepreises für die Abfindung – wohl auch im Interesse der Vereinfachung und der Beschleunigung eines Übernahmeprozesses – zu unterstellen. *Prima facie* mögen diese (interessengeleiteten) Überlegungen einen gewissen Charme besitzen, sie sind bei genauer Betrachtung jedoch kategorisch zu verwerfen, denn die Ziele des Bieters an einer möglich günstigen und schnellen Übernahme bieten isoliert betrachtet noch keine tragfähige Rechtfertigung für *weitere* gesetzgeberische Eingriffe.⁴⁷ Schließlich werden auch die Partikularinteressen und der Schutz von Bietern durch bereits existierende Instrumentarien gewährleistet. Unter Bezugnahme auf ökonomische und (verfassungs-)rechtliche Erkenntnisse wird die hier vertretene Gegenansicht herausgearbeitet.

2. Irrelevanz von sog. Fairness Opinion

Im Ausgangspunkt ist es im Rahmen einer aktienrechtlichen Konzernierungsmaßnahme für die Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung völlig irrelevant, ob Organmitglieder der Zielgesellschaft in einer als „Fairness Opinion“ bezeichneten Stellungnahme i. S. des § 27 WpÜG den zuvor angebotenen Übernahmepreis als „fair“ erachten. Dies lässt sich – unabhängig von den weiteren Unwägbarkeiten einer „Fairness Opinion“⁴⁸ – vornehmlich mit der unterschiedlichen *Zielsetzung* einer „Fairness Opinion“ und einer aktienrechtlich veranlassten Abfindungsbemessung begründen. Der *wesentliche* Zweck einer „Fairness Opinion“ liegt in der Absicherung der Leitungsorgane der beauftragenden Zielgesellschaft gegen etwaige Schadensersatzansprüche. Im Zentrum stehen folglich Haftungsaspekte, die sich aus § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG bzw. der sog. *Business Judgement Rule* ergeben. Insofern verwundert es nicht, dass im Übernahmerecht die „Angemessenheit“ sich gewöhnlich als ein sehr *dehnbarer Begriff* herausstellt. Denn aus Sicht von Vorstand und Aufsichtsrat gilt ein Übernahmepreis

⁴⁶ Siehe MEURER, FAZ vom 09.04.2014, S. 16.

⁴⁷ Insofern verwundert es auch nicht, dass der Autor ein Fürsprecher des inzwischen verworfenen „vereinfachten“ Delisting ohne Abfindungsangebot, war bzw. ist. KAMES, Handelsblatt vom 28.05.2014, S. 25.

⁴⁸ Ausführlich zu dieser Thematik FLEISCHER, ZIP 2011, S. 211.

als finanziell „angemessen“ oder „fair“, wenn er innerhalb einer (erheblichen) Preisbandbreite liegt. Schwer wiegt hier vor allem die Tatsache, dass „Fairness Opinion“ regelmäßig unter Zeitdruck erstellt werden (müssen),⁴⁹ die vom Auftraggeber vorgelegten Dokumente nicht auf Richtigkeit bzw. Vollständigkeit überprüft werden und die Einsichtnahme in die entsprechenden Bewertungsgutachten den betroffenen Aktionären im Regelfall verwehrt bleibt. Im Ergebnis fehlt die Kenntnis darüber, an welcher Stelle innerhalb der Bandbreite der Übernahmepreis verortet wurde. Zudem setzt eine ökonomisch belastbare Beurteilung der Angemessenheit immer den *unmittelbaren* Bezug auf die Bewertungsperspektive eines Aktionärs voraus, der in einer „Fairness Opinion“ unterbleibt.⁵⁰ Sie dient letztlich nicht den Interessen der Aktionäre. Auch fördert es nicht die Akzeptanz einer „Fairness Opinion“, wenn jene Organmitglieder, die zuvor die Angemessenheit des Angebotspreises bestätigt haben, im Nachgang an eine erfolgreiche Übernahme – aus welchen Motiven auch immer – von ihrem Sonderkündigungsrecht („Change-of-Control“-Klausel) Gebrauch machen – wie regelmäßig beobachtbar – und in der Folge großzügige,⁵¹ in der Fachsprache als „Golden Parachute“ bezeichnete Kompensationen erhalten – nicht anders war es im Falle DEMAG CRANES.⁵²

3. Betriebswirtschaftliche Perspektive

Weiterhin überzeugt die fragliche Gleichsetzung von Übernahmepreis und Abfindung aus *betriebswirtschaftlicher* Sicht nicht. Dem Übernahmerecht liegt grundsätzlich ein Verhandlungsmodell zugrunde, das (immanent) von der *Freiwilligkeit des Handelns* der Parteien geprägt ist. Dies bedeutet, dass kein Aktionär zum Verkauf seiner Anteile gezwungen ist, so dass nur dann eine Veräußerung erfolgt, wenn der angebotene Preis akzeptabel erscheint. Der Aktionärsschutz beschränkt sich somit nicht lediglich auf einen überindividuellen Schutz eines breiten (anonymen) Aktionärspublikums, sondern richtet sich ganz konkret an den einzelnen Aktionär. Der Vertrauensschutz ist sichergestellt, weil die Individualinteressen des einzelnen Aktionärs rechtlich berücksichtigt werden. In ökonomischer Sprache formuliert bedeutet dies, dass der *Grundsatz der Rationalität des Handelns* nicht nur im Hinblick auf den Bieter, sondern gleichfalls der Aktionäre gewahrt bleibt, weil nur diejenigen Aktionäre die Offerte annehmen werden, die daraus einen *ökonomischen Vorteil* erzielen. Der Kaufentscheidung eines Bieters bzw. der Verkaufsentscheidung eines betroffenen Aktionärs geht somit stets eine individuelle (fundierte) Anteilsbewertung voraus, deren Ergebnis der Entscheidungswert ist. Dieser charakterisiert jenen (Grenz-)Preis, den ein Bieter i. S. einer *Preisobergrenze maximal* bezahlen bzw. ein Aktionär i. S. einer *Preisuntergrenze mindestens* fordern sollte, um seine ökonomische Position nicht zu verschlechtern. Finanzmathematisch entspricht der Entscheidungswert der Barwertsumme der künftig aus der Aktie oder dem Aktienpaket erwarteten Zahlungsströme diskontiert mit der Verzinsung der besten Alternativanlage auf den Bewertungsstichtag. Angesichts des Stichtagsprinzips ist der Entscheidungswert eine *variable Größe*, der abhängig ist von dem zum maßgeblichen Stichtag verfügbaren Informationsstand. Mit anderen Worten wird jede neue positive oder negative Markt- bzw. Unternehmensinformation umgehend im Entscheidungswert eingepreist und in der Konsequenz über den Marktmechanismus auch im Marktpreis abgebildet. So wird die Aussicht auf eine höhere Übernahmeprämie dazu führen, dass der Verkäufer-Grenzpreis des Aktionärs steigt – im Beispiel von 41,75 EUR auf 45,50 EUR. Auch die spätere Ad-hoc-Mitteilung zum BGAV oder zum Squeeze-out wird im Regelfall einen positiven Effekt auf Entscheidungswerte und damit mittelbar auf den Börsenkurs ausüben. Daher ist der Verkauf zum Übernahmepreis für einen Aktionär ökonomisch sinnvoll, wenn dieser ohne Verkauf ein Scheitern des Übernahmeprozesses und infolgedessen eine Verschlechterung seiner Vermögensposition erwartet. Für Aktionäre,

⁴⁹ Vgl. WOLLNY, DSStR 2013, 482 f.; BORGMANN, WPg 2018 S. 236.

⁵⁰ Kritisch ZIMMERMANN, Fairness Opinion 2016, S. 37 ff.

⁵¹ Kritisch DÖRING, Börsen-Zeitung vom 10.06.2006, S. 8.

⁵² Vgl. FAZ vom 01.12.2011, S. 19.

die das Angebot des Bieters unter dem Aspekt der „Freiwilligkeit“ angenommen haben, stellt der Übernahmepreis gemäß der fundierten Bewertungslehre einen fairen Schiedspreis oder Einigungswert dar. Schließlich genügt er den Grundsätzen der *Rationalität des Handelns* und der *parteienbezogenen Angemessenheit*.⁵³ Gleichwohl stehen im Zentrum des Abfindungsrechts jene Aktionäre, die im Rahmen des Kontrollerwerbs überhaupt keine Verkaufsbereitschaft gezeigt haben, weil aus deren Sicht das Übernahmeangebot gerade nicht das Merkmal der Rationalität und/oder jenes der parteienbezogenen Angemessenheit erfüllte. Auf Ebene dieser Anteilseigner ist es folglich kein Gradmesser für die „Angemessenheit“, dass 75 % der Aktionäre das Übernahmeangebot angenommen haben. Insofern ist der Vorschlag von KAMES, den Übernahmepreis auch im sog. *Backend-Spiel* als „angemessene“ Abfindung anzunehmen, ökonomisch widersinnig. Es wird deutlich, dass das Verwechseln von *Werten* und *Preisen* zu schwerwiegenden Argumentationsfehlern und ökonomisch angreifbaren Handlungsempfehlungen führt. Denn ein rationaler (Minderheits-)Aktionär verkauft (kauft) seine Aktie(n) nur dann, wenn aus seiner Sicht der aktuelle *Aktienpreis* höher (geringer) ist als der *Aktienwert*. Ungeachtet dessen dürfte die von KAMES angedachte Angemessenheitsvermutung auch aus (verfassungs-)rechtlicher Perspektive ins Leere laufen.

4. Rechtliche Perspektive

Diese Feststellung leitet über zur rechtlichen Wertung. Der Vorschlag auf eine fundierte Unternehmensbewertung zu verzichten und stattdessen die „angemessene“ Gegenleistung i. S. des WpÜG mit der „vollen“ Abfindung i. S. des AktG gleichzusetzen, wenn der Abschluss eines BGAV unmittelbar an den Kontrollerwerb folgt, dürfte höchststrichterlich ebenfalls auf Bedenken stoßen. Schließlich gilt bei aktienrechtlichen Struktur- bzw. Konzernierungsmaßnahmen das verfassungsrechtlich unverrückbare Gebot einer „*wirtschaftlich vollen*“ Abfindung, welches das Übernahmerecht nicht – oder mit Verweis auf § 39a WpÜG nur in abgeschwächter Form – kennt. In der Konsequenz – was KAMES ignoriert – würde sich der Gesetzgeber bei strikter Befolgung des hier zur Diskussion stehenden Vorschlages verfassungswidrig verhalten, weil der konstitutive Charakter beider Kompensationsformen – Kaufangebot versus Entschädigung – und damit einhergehend die (verfassungs-)rechtlichen *Mindestvoraussetzungen*, welche an die jeweilige Kompensationsform knüpfen, systematisch divergieren. Als „angemessen“ gilt eine Abfindung jedenfalls dann, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine „volle Entschädigung“ dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Sie muss dem „vollen Wert“ seiner Beteiligung entsprechen.⁵⁴ Hierfür sei zumindest der Verkäufer-Grenzpreis zu ermitteln, zu dem ein Aktionär ohne ökonomische Nachteile aus der Zielgesellschaft ausscheiden kann.⁵⁵ Da der Übernahmepreis für mindestens einen bis dahin nicht verkaufswilligen Aktionär gegen das auch rechtlich relevante Grenzpreis-Postulat verstößt, gehen die Überlegungen von KAMES fehl.

5. Rechtsökonomische Perspektive i. S. einer Synthese

5.1. Marktperspektive: Bedeutung von Paketaktionären

Ist die Sinnhaftigkeit des (pragmatischen oder interessensgeleiteten) Vorschlags von KAMES ad absurdum geführt worden, stellt sich nunmehr die (Rechts-)Frage nach der sachgerechten Ermittlung der „vollen“ Abfindung. Dabei ist die in Kapitel I angesprochene *Doppelnatur der Aktie* zwingend zu beachten. Hiernach gilt die Aktie als Instrument der Teilhabe am Gesellschaftsvermögen (gesellschaftsrechtlich vermitteltes Eigentum) einerseits und als selbstständiges Objekt des (Börsen-)Handels (Kapitalanlage) andererseits.⁵⁶ Diese doppelte Schutzrich-

⁵³ Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung 2013, S. 477 ff.

⁵⁴ Vgl. BVerfG vom 07.08.1962 (1 BvL 16/60).

⁵⁵ Vgl. BGH vom 04.03.1998 (II ZB 5/97)

⁵⁶ BVerfG vom 27.04.1999 (1 BvR 1613/94).

tung soll eine fundamentale Unternehmens- und Anteilsbewertung (der fortgeführten Zielgesellschaft) sowie eine Marktbewertung i. S. eines verfassungsrechtlichen Meistbegünstigungsprinzips erfordern.⁵⁷ Nach Ansicht des BGH gilt der Börsenkurs als Abfindungsuntergrenze, wenn kein höherer Fundamentalwert existiert.⁵⁸ Für die Abfindungsbemessung ist mithin stets der höhere Betrag aus Börsenkurs und Ertragswert maßgeblich. Aus *ökonomischer Sicht* ist dieses Meistbegünstigungsprinzip vor dem Hintergrund des Zielsystems, den Handlungsalternativen sowie des unterstellten Anlagehorizontes der verschiedenen *Aktionärstypen* begründet. Jedoch besteht hinsichtlich der Aussagekraft dieser beiden Größen eine (erhebliche) Meinungsdivergenz zwischen Juristen und Ökonomen.

Den Anknüpfungspunkt dieser Kontroverse bildet die Marktperspektive, die auf den Typus eines kurzfristig denkenden, an einer Desinvestition interessierten Minderheitsaktionärs abstellt, für den der Börsenkurs die vermeintlich (*allein-*)maßgebliche Entscheidungsgröße darstelle. Dieser – vor allem durch die Rechtsberaterpraxis genährten – Sichtweise ist indes nicht zu folgen. Denn bei genauer Betrachtung handelt es sich beim rechtlich maßgeblichen Börsenkurs nicht um eine ökonomisch aussagekräftige, sondern um eine fiktive vergangenheitsbezogene juristische Wertkategorie. Der *normierte* Börsenkurs ist ein Drei-Monats-Durchschnittskurs, der jenen (gedachten) Geldbetrag repräsentieren soll, den ein einflussloser Kleinaktionär (Grenzanbieter) im Falle einer hypothetischen *freiwilligen* Desinvestition seiner Aktie(n) hätte erzielen können, wenn die aktienrechtliche Strukturmaßnahme nicht angekündigt worden wäre.⁵⁹ Dieses Schutzinstrument mag zunächst sinnvoll erscheinen, es greift jedoch regelmäßig zu kurz. Denn der Drei-Monats-Durchschnittskurs dürfte sich im Anschluss an einem Kontrollerwerb in etwa der gleichen Höhe bewegen wie der Übernahmepreis – so auch im Falle DEMAG CRANES (45,50 EUR versus 45,52 EUR). Wenn aber betroffene Kleinaktionäre nicht bereit waren, ihre Anteile zum Übernahmepreis oder zu einem gegenüber dem normierten Börsenkurs (regelmäßig) höheren Tageskurs zu veräußern, lässt dies offensichtlich auf individuell höhere Verkäufer-Grenzpreise schließen, welche i. S. des *Grenzpreis-Postulats* bei einer *freiwilligen* Desinvestitionsentscheidung die maßgebliche Abfindungsuntergrenze bilden. Insofern bestehen im ökonomischen Schrifttum berechtigte Zweifel an der Zweckmäßigkeit eines – *lediglich* eine Kontrollprämie enthaltenden – normierten Börsenkurses. Nach dort vertretener Ansicht ist ein solcher Marktpreis oftmals lediglich ein rechtliches Konstrukt ohne Bedeutung für einen fairen (Mindest-)Preis.⁶⁰ Dieser Börsenkurs dient bestenfalls zur Plausibilitätskontrolle, um offensichtliche Unterbewertungen zu Lasten der Minderheitsaktionäre aufzudecken.

Trotz der oftmals berechtigten Kritik an der Aussagekraft von Börsenkursen kann deren Angemessenheit nicht pauschal, d. h. unabhängig von der konkreten Bewertungssituation beurteilt werden. Die dahinter stehenden Überlegungen haben erhebliche Bedeutung für die Abfindungsbemessung und werden daher nachfolgend erörtert. Hat ein Bieter durch das Übernahmeangebot nicht nur die Kontrolle erworben, sondern auch das maßgebliche Stimmrechtsquorum zur Umsetzung gesellschaftsrechtlicher Strukturmaßnahmen erreicht, hat er grundsätzlich keinen Anreiz mehr, zu einem höheren Preis zusätzliche Aktien zu erwerben, die ihm kein zusätzliches Maß an Nutzen oder Einflussnahme vermitteln können. Anders ist die Sachlage zu beurteilen, wenn nach dem Kontrollerwerb die erforderliche Beteiligungsquote weiterhin fehlt und das hierfür benötigte Aktienpaket im Eigentum eines einflussreichen Minderheitsaktionärs – etwa eines Hedgefonds – steht. In dieser Konstellation besteht seitens des betreffenden Bieters bzw. Mehrheitsaktionärs zwar die Möglichkeit, die Geschäftspolitik der Zielgesellschaft i. S. der bestmöglichen Verwertung des Gesellschaftsvermögens (mit-)zu

⁵⁷ Vgl. ADOLFF, a.a.O. (Fn. 24), S. 290 ff.

⁵⁸ BGH vom 12.03.2001 (II ZB 15/00).

⁵⁹ BGH vom 19.07.2010 (II ZB 18/09).

⁶⁰ Vgl. BRÖSEL/KARAMI, WPg 2011, S. 418 ff.

gestalten, gleichwohl bleibt ihm die Umsetzung von werterhöhenden aktienrechtlichen Konzernierungs- und/oder Strukturmaßnahmen weiterhin verwehrt. Daher ist ein Mehrheitsaktionär für den Erwerb des benötigten Aktienpakets häufig bereit, *außerbörslich* auf dem bereits durch die Kontrollprämie beeinflussten Börsenkurs zusätzlich eine Prämie für (weitere) identifizierte – in der Bewertungspraxis als „echte“ (positive) Synergieeffekte umschriebene – Wertsteigerungspotenziale zu bezahlen, die sich erst *im Anschluss* an eine konzernbegründende Beherrschungsposition (Verbundvorteile), eine Reorganisation (Umsatz- und Kostensynergien) und/oder ein Squeeze-out-Verfahren (Trennungseffekte) in den künftigen Erträgen niederschlagen. In Kenntnis dessen wird ein professioneller Finanzinvestor in der jeweiligen (Markt-)Situation unter Beachtung der – ebenfalls geschätzten Ertragsaussichten – einen bestmöglichen (Einigungs-)Preis aushandeln.

Da *außerbörslich vereinbarte Preise* ebenfalls Marktpreise darstellen, ist in der Literatur eine Diskussion darüber entbrannt, ob es im Gesellschaftsrecht, analog zum WpÜG, geboten sei, den aus dem Paketpreis abgeleiteten Einigungspreis je Aktie (zumindest) als Abfindungsgrenze festzulegen, sofern die entsprechende Transaktion zeitnah vor dem Bewertungsstichtag erfolgte und zwischenzeitlich keine wesentlichen Veränderungen der Unternehmens- oder Marktlage ersichtlich sind.⁶¹ Schließlich wird der Paketpreis – etwa nach Ablauf der einjährigen Nacherwerbsfrist i. S. des § 31 Abs. 5 WpÜG – von einem Mehrheitsaktionär *außerbörslich* entrichtet, um eine zwingend erforderliche Beteiligungsschwelle (75 %, 90 % oder 95 %) zu erreichen. Sofern sich dann – als weitere unerlässliche Voraussetzung – *gleichwertige, voneinander unabhängige* Verhandlungsparteien gegenüberstehen, die in der Lage waren, ihre gegenläufigen Vermögensinteressen auszugleichen, bietet der Paketpreis in Ermangelung eines Einigungszwangs eine wichtige Orientierungsgröße für einen „angemessenen“ Schiedspreis.⁶² Schließlich ist er das Ergebnis einer *freien Verhandlung*, der sich im Einklang mit dem Grundsatz der Rationalität des Handelns im Transaktions- oder Einigungsbereich zwischen dem Grenzpreis des Verkäufers und dem *höheren* Käufer-Grenzpreis des Mehrheitsaktionärs bewegt.

Aus diesem Blickwinkel betrachtet sprechen – entgegen der herrschenden Ansicht in der juristischen Literatur und Rechtsprechung⁶³ – unter dem Postulat der parteienbezogenen Angemessenheit substantiierte Gründe, das Ergebnis dieser Verhandlungslösung ebenfalls für die Bemessung der Abfindung der übrigen Kleinaktionäre heranzuziehen, weil im Paketpreis – jedenfalls zum Teil – auch die vom Mehrheitsaktionär erwarteten Synergien einfließen. All dies setzt naturgemäß die Existenz von Aktienpaketen *und* das Wissen über die dafür *außerbörslich* gezahlten Preise voraus, die erfahrungsgemäß nur selten an die Öffentlichkeit dringen, wie auch bei DEMAG CRANES.⁶⁴ Erst in der Hauptversammlung zum Squeeze-out teilte der Vorstand – auf eine konkrete Anfrage hin – den von TEREX an ELLIOTT entrichteten Kaufpreis für das 12,71-prozentige Aktienpaket mit. Dieser betrug 59,50 EUR/Aktie und wurde an ein *Nachbesserungsrecht* geknüpft, nach der ELLIOTT den übrigen Kleinaktionären gleichgestellt ist, falls in einem späteren Spruchverfahren eine Aufstockung der Squeeze-out-Barabfindung, die hier dem normierten Börsenkurs i. H. von 60,48 EUR entspricht, beschlossen wird.⁶⁵ Offenkundig hat seit dem ersten Übernahmeangebot i. H. von 41,75 EUR der normierte Börsenkurs der DEMAG-CRANES-Aktie, der zuletzt unwesentlich über dem Paketpreis lag, eine *substanzielle* Steigerung erfahren, die ohne das Engagement von ELLIOTT in diesem Ausmaß wohl nicht möglich gewesen wäre. Angesichts dessen ist der *generelle* Versuch, vom normierten Börsenkurs auf eine „angemessene“ Abfindung zu schließen, konzepti-

⁶¹ Vgl. SCHÜPPEN, ZIP 2016, 1419.

⁶² Vgl. EMMERICH, in, *Emmerich/Habersack*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht 2016, § 305, Rn 36 ff.

⁶³ Siehe m. w. N. KOCH, in HÜFFER/KOCH, Aktiengesetz 2016, § 305, Rn. 31 f.

⁶⁴ Vgl. BREITKOPF, RHEINISCHE POST vom 15.08.2013.

⁶⁵ HV-Bericht Terex Material Handling & Port Solution (vormals Demag Cranes) vom 21.11.2013.

onell falsch. Denn ohne die Intervention eines Finanzinvestors – wie hier eines Hedgefonds – mit entsprechender Beteiligungsquote ist der Börsenkurs (ohne Paketzugehörigkeit) lediglich der Preis einer einzelnen, isoliert gehandelten Aktie eines Kleinaktionärs, der gegenüber dem Mehrheitsaktionär keine Durchsetzungsmacht besitzt.⁶⁶

Nicht genügend gewürdigt ist im Schrifttum der Fall, in dem (normierte) Börsenkurse von Zielgesellschaften *allein* durch das Auftreten aktiver Finanzinvestoren *im Vorfeld der offiziellen Bekanntgabe* einer erwarteten Strukturmaßnahme – auch ohne Kenntnis über außerbörsliche Transaktionspreise – nach oben, in Richtung eines „fairen“ (Schieds-)Preises getrieben werden.⁶⁷ Der Börsenkurs ist nun einmal ein Tageskurs, der auch und insbesondere von den Erwartungen und dem Verhalten bedeutender Marktakteure geprägt wird. Diese besitzen eine essentielle Stärke: sie beschäftigen sie sich auf der Grundlage öffentlich verfügbarer Informationen intensiv mit der Zielgesellschaft und dringen dadurch tiefer und nachhaltiger in das Innere der Gesellschaft ein als ein Kleinaktionär fachlich sowie finanziell je in der Lage sein wird. Sie identifizieren die Wertdeterminanten, ziehen mit Hilfe von Bewertungsmethoden entscheidungsrelevante Schlüsse und beleuchten die möglichen Auswirkungen ihres Handelns unter verschiedenen Szenarien. Schon deshalb wird der Einstieg eines professionellen Investors in Form eines Groß- oder Paketaktionärs als klares Signal dafür gedeutet, dass der Börsenkurs der Einzelaktie (noch) nicht den „fairen“ Anteilswert der betreffenden Zielgesellschaft darstellt. In der Konsequenz entwickeln sich – wie auch im Falle DEMAG CRANES – gewöhnlich deutlich höhere Aktienpreise angesichts der Erwartung von Kleinaktionären, vor dem Hintergrund der Verhandlungsstärke des beteiligten Finanzinvestors, einen Marktpreis (oder eine Abfindung) erzielen zu können, der sowohl die finanziellen Folgewirkungen einer (anlassunabhängigen) optimalen Unternehmenspolitik als auch erwartete (anlassbezogene) „echte“ Synergieeffekte zum Ausdruck bringt. In dieser *Sondersituation* erhalten betroffene Kleinaktionäre bei einem freiwilligen Verkauf ihre Aktien mehr, als sie erhalten hätten, wenn ein aktiver Finanzinvestor am Übernahmeprozess *nicht* beteiligt gewesen wäre. Der Börsenkurs spiegelt nicht mehr den Preis einer einflusslosen Einzelaktie wider. Vielmehr stellt er ebenfalls eine ökonomisch akzeptable Abfindung dar, wenn – aber auch nur dann – er die Erwartungen über die Teilhabe an den vom Mehrheitsaktionär künftig realisierbaren Wertsteigerungspotentialen (positive Synergien bzw. Verbundvorteilen) in *angemessener Höhe* einschließt.⁶⁸ Dies dürfte bei DEMAG CRANES mit Blick auf die Squeeze-out-Abfindung i. H. von 60,48 EUR und den außerbörslich an ELLIOT gezahlten Paketpreis der Fall sein.

Insofern verbietet sich die pauschale Behauptung, der Börsenkurs enthalte einen „Minderheitsabschlag“ bzw. einen „Governance Abschlag“ und eigne sich daher nicht als Abfindung. Hinter dieser Argumentation steht das ideale Bild eines vollkommenen Kapitalmarkts, auf dem einzelnen Marktakteure – ganz gleich ob Verkäufer oder Käufer der Aktien – derart unbedeutend sind, dass sie auf die Höhe des Markt- oder Börsenpreises keinen Einfluss ausüben. Das gilt auf realen Kapitalmärkten nicht zwingend. Deshalb kann ein (normierter) Börsenkurs, der angesichts der Intervention eines aktiven Großaktionärs und dem dadurch ausgelösten Preisbildungsbildungsprozess über einem außerbörslich gezahlten Paketpreis gehoben wird, nicht per se als unangemessen niedrig bezeichnet werden. Umgekehrt ist den Fürsprechern der *alleinigen* Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Abfindungsbemessung eine klare Absage zu erteilen. Vielmehr verlangt die Beurteilung der Relevanz eines Börsenkurses eine nähere Spezifizierung des zugrunde liegenden Sachverhalts.⁶⁹ Ökonomisch angemessen

⁶⁶ Ähnlich BURGER, NZG 2012, S. 289.

⁶⁷ Nicht gewürdigt in der jüngsten Studie von ADERS/SCHNELL/SCHWETZLER, CF 2018, S. 57 ff., ist der konkrete Einfluss von Finanzinvestoren, vor allem Hedgefonds, auf die gebotenen Übernahmepremien insbesondere in den „Toehold“-Klassen $\geq 50\%$.

⁶⁸ Sinngemäß WEBER, ZGR 2004, S. 287.

⁶⁹ Ähnlich RUTHARDT, NZG 2015, S. 1388 ff.

ist ein Börsenkurs i. S. einer „wirtschaftlich vollen“ Abfindung nur dann, wenn er alle ohne die Strukturmaßnahme realisierbaren Wertsteigerungspotentiale *voll* und die nur durch die Strukturmaßnahme erzielbaren wirtschaftlichen Vorteile *anteilig* abbildet. Denn der Grundsatz der parteienbezogenen Angemessenheit gebietet auch, dass ein Mehrheitsaktionär, der wirtschaftlich sinnvolle Maßnahmen umsetzt, mehr dazugewinnt, als Minderheitsaktionäre – abstrahiert von einer Strukturmaßnahme – bei einem Verkauf ihrer Aktien bei optimaler Unternehmenspolitik maximal erlöst hätten.

Nicht selten ist ein Zustand beobachtbar, in dem Tageskurse unmittelbar *nach* Ankündigung einer Strukturmaßnahme – hier insbesondere eines BGAV – den (unter Umständen auch ökonomisch angemessenen) maßgeblichen Drei-Monats-Durchschnittskurs (deutlich) übertreffen. Gleichwohl ziehen diese höheren Tageskurse die Angemessenheit eines niedrigeren Abfindungsangebots nicht unweigerlich in Zweifel, denn sie werden vornehmlich von Erwartungen geformt, in einem – mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit – späteren Spruchverfahren eine höhere Abfindung erreichen zu können. Auch Squeeze-out-Spekulationen nach Abschluss eines BGAV sind nicht ungewöhnlich. Wenngleich Abfindungsspekulationen ökonomisch nicht von vornherein als irrational bezeichnet werden können, sind sie durch das Abfindungsrecht *nicht* „abgesichert“. Wer auf eine höhere Abfindung und/oder auf einen späteren Squeeze-out spekuliert, kann – gemäß der alten Binsenweisheit – gewinnen oder verlieren.⁷⁰ Solche (Fehl-)Spekulationen sind häufig von der *Rechtfrage der gerechte(re)n Aufteilung* von erwarteten Wertsteigerungseffekten zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären geprägt. Denn im Regelfall – wie erörtert – übersteigt der Käufer-Grenzpreis des Mehrheitsaktionärs den Verkäufer-Grenzpreis der Minderheitsaktionäre, weil Ersterer die in der Zielgesellschaft latenten Wertsteigerungspotentiale heben kann. Daraus resultiert eine positive Grenzpreisspanne in Form eines hypothetischen Einigungsbereiches, deren praktische Ermittlung eine von Ökonomen zu beantwortende *Tatsachenfrage* ist. Hingegen stellt die Verortung der „angemessenen“ Abfindung innerhalb dieser Grenzpreisspanne – und damit auch das Befinden über die „gerechte“ Aufteilung des Wertsteigerungspotenzials – eine zu beantwortende *Rechtsfrage* dar, die sich einer ökonomischen Würdigung entzieht. Schließlich können innerhalb der Grenzpreisspanne mehrere Schiedspreise existieren, die dem Grundsatz der parteibezogenen Angemessenheit genügen. Letztlich obliegt es den Konfliktparteien – ultima ratio einem Richter – unter Beachtung sämtlicher Tatsachen des Einzelfalls über die in Rede stehende *Rechtsfrage* zu entscheiden. Zu den relevanten Tatsachen gehören nach hier vertretener Auffassung auch außerbörslich gezahlte Paketpreise. Dies gilt umso mehr, als die Bedeutung eines vorgeschalteten Delisting und infolgedessen von außerbörslichen Transaktionen zunehmen dürfte. Deren Berücksichtigung würde nicht nur dem Grundsatz der parteibezogenen Angemessenheit Rechnung tragen, sondern auch und vor allem einer systematischen Aushebelung der Relevanz von Marktpreisen für die Abfindungsbemessung entgegen wirken.

Gleichwohl ist das Problem der Abfindungsbemessung mittels Marktpreise jedenfalls dann nicht gelöst, wenn – schlicht formuliert – keine (belastbaren) vorliegen. Dann bedarf es zwingend einer Fundamentalbewertung.

5.2. Unternehmensperspektive: Bewertungslehre versus IDW

Im hier betrachteten Praxisbeispiel weist KAMES im Ausgangspunkt zu Recht auf die Diskrepanz zwischen dem von der beauftragten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, EBNER STOLZ, ermittelten anteiligen Unternehmenswert auf der Grundlage des *Ertragswertverfahrens nach IDW S I* und dem normierten Börsenkurs hin. Sowohl im Rahmen des BGAV als auch des Squeeze-out lag der für Wirtschaftsprüfer maßgebliche und in der Gutachterpraxis dominie-

⁷⁰ Ausführlich MATSCHKE/BRÖSEL/KARAMI, in: FS Mandel (2010), S. 434 ff.

rende „objektivierte“ Unternehmens- bzw. Ertragswert je DEMAG-CRANES-Aktie mit 43,23 EUR (BGAV-Stichtag am 16.03.2012) respektive 44,18 EUR (Squeeze-out-Stichtag am 21.11.2013) unter dem Übernahmepreis von 45,50 EUR/Aktie sowie den maßgeblichen Drei-Monats-Durchschnittskursen i. H. von 45,52 EUR (BGAV) bzw. 60,48 EUR (Squeeze-out). Vor diesem Hintergrund überrascht zunächst die pauschale Behauptung von KAMES, „der von den Wirtschaftsprüfern ermittelte Wert ist oft höher als der Übernahmepreis, mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit aber nicht niedriger“⁷¹.

Gewichtiger für das weitere Verständnis ist gleichwohl ein anderer Aspekt, den (auch) KAMES in diesem Kontext ignoriert: Wie ist es zu erklären, dass der „objektivierte“ Unternehmenswert, der i. S. der *Vermittlungsfunktion der fundierten Bewertungslehre* grundsätzlich einen fairen Interessenausgleich zwischen den Konfliktparteien herbeiführen sollte, unter dem Übernahmepreis liegt, den die verbliebenen Minderheitsaktionäre im Rahmen der vorangegangenen Übernahmeofferte abgelehnt hatten? Vielmehr müsste gemäß dem Grundsatz der „vollen“ Abfindung ein „angemessener“ Ertragswert je Aktie den als unangemessen verworfenen Übernahmepreis übertreffen und i. S. des Rationalitätsgrundsatzes mindestens dem Grenzpreis des *repräsentativen* Minderheitsaktionärs entsprechen. Der repräsentative Minderheitsaktionär lässt sich *in praxi* nicht pauschal typisieren. Für die rechtliche Unternehmensbewertung ergibt sich daraus die Kernfrage, von welchem Standpunkt aus das Unternehmen im konkreten Einzelfall zu bewerten ist. Unter Beachtung der Rechtsgrundsätze der „vollen“ und „gleichen“ (§ 53a AktG) Abfindung hat die Bewertungslehre die Figur des *Grenzminderheitsaktionärs* geschaffen.⁷² Er ist jener Minderheitsaktionär, der auf Grund seiner Beteiligungsquote und/oder Verhandlungsstärke auch den finanziellen Interessen der übrigen Kleinaktionäre am besten Rechnung trägt. Der Mindestpreis, den der Grenzminderheitsaktionär als Abfindung fordern würde, lässt sich nur abschätzen, wenn der Anteilswert von dessen Standpunkt bewertet wird. Im Fall DEMAG-CRANES wird der korrespondierende Minderheitsaktionär unstrittig durch ELLIOTT, der Hauptaktionär durch TEREX repräsentiert.⁷³ Wäre im betrachteten Praxisbeispiel keine Einigung zwischen diesen Parteien erzielt worden, müssten zur Bestimmung der „fairen“ Abfindung i. S. eines fingierten Einigungspreises zunächst die mutmaßlichen Grenzpreise aus Sicht von ELLIOTT und TEREX im Wege einer fundamentalen Anteils- und Unternehmensbewertung ermittelt werden. Betriebswirtschaftlichen Sachverständigen kommt in diesem Rahmen die zentrale Aufgabe zu, den für die Wertermittlung relevanten Informationsstand des Grenzminderheitsaktionärs hinsichtlich unternehmensinterner Informationen auf das Niveau des Hauptaktionärs zu heben, um eine allein durch Informationsasymmetrien bewirkte finanzielle Übervorteilung möglichst auszuschließen.

Demgegenüber weicht jedoch die Vorgehensweise in der durch Wirtschaftsprüfer dominierenden Gutachterpraxis ab. Das *ausschließlich* für die Berufsorganisation der deutschen Wirtschaftsprüfer maßgebliche „objektivierte“ Wertkonzept des IDW, das keinerlei rechtliche Bindung entfaltet, kollidiert an entscheidenden Stellen mit den in der betriebswirtschaftlichen und juristischen Bewertungslehre postulierten Wertkonzeptionen.⁷⁴ Im Ausgangspunkt soll nach Auffassung des IDW unabhängig von der konkreten Bewertungssituation bei gesetzlichen Bewertungsanlässen stets auf die Bewertungsperspektive und auf die steuerlichen Verhältnisse eines einflusslosen *inländisch unbeschränkt steuerpflichtigen Kleinaktionärs als natürliche Person mit einer Beteiligungsquote von unter 1 % (!)* ankommen.⁷⁵ Ob ELLIOTT

⁷¹ KAMES, Börsen-Zeitung vom 26.09.2013, S. 4.

⁷² Vgl. KARAMI, Unternehmensbewertung beim „Squeeze out“ (2014), S. 121 f.

⁷³ Sofern ein einflussloser Kleinaktionär den Grenzminderheitsaktionär charakterisiert, ist dessen Grenzpreis auf der Grundlage der gewinnmaximalen Geschäftspolitik *ohne* Strukturmaßnahme zu bestimmen.

⁷⁴ Ausführlich hierzu m. w. N. KARAMI, Stand und (Weiter-)Entwicklung der rechtsgeprägten Unternehmensbewertung 2017 (www.bewertung-im-recht.de).

⁷⁵ Vgl. IDW, WP-Handbuch II (2014), Rn. A 113.

und andere einflussreiche, vor allem (ausländische) Kapitalgesellschaften als Großaktionäre eine solche verengte Sichtweise akzeptieren, darf indes bezweifelt werden.⁷⁶ Erscheint diese von den konkreten Bewertungssubjekten abstrahierende Typisierung im spezifischen Einzelfall fragwürdig, ist darüber hinaus der hinter dem „objektivierten“ Wertkonzept stehende *Entschädigungsgedanke* mit Argwohn zu betrachten.⁷⁷ Hiernach charakterisiert der anteilige „objektivierte“ Ertragswert (lediglich) den Grenzpreis, zu dem der in Rede stehende typisierte Kleinaktionär bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept ohne wirtschaftliche Nachteile ausscheiden könnte. Es ist nicht die Zielsetzung einer „objektivierten“ Wertermittlung, einen Einigungspreis zu ermitteln. Auch ist es – dem Entschädigungsgedanken folgend – irrelevant, ob das Unternehmen bislang unter dem *Grundsatz der bestmöglichen Verwertung* seines Vermögens oder auf der Grundlage einer ggf. suboptimalen Geschäftspolitik geführt wurde.⁷⁸ Alleinmaßgeblich i. S. der Entschädigungsthese ist wie das zu bewertenden Unternehmen zum Bewertungsstichtag „steht und liegt“. Der Grundsatz der bestmöglichen Verwertung ist jedoch entscheidend, um den Preis abschätzen zu können, den der betreffende Mehrheitsaktionär als Abfindung maximal zu zahlen bereit wäre. Das IDW umgeht dieses Bewertungsproblem graziös, indem es die Bewertungsperspektive des Mehrheitsaktionärs gänzlich ausblendet. Insofern bleiben („echte“) Synergiepotentiale, die ein Mehrheitsaktionär erst nach Durchführung der der Bewertung zugrunde liegenden Strukturmaßnahme erzielen kann, vollständig unberücksichtigt.⁷⁹ Da das Unternehmen allein im Rahmen der vorhandenen Konzeption zu bewerten ist, bleiben ferner auch für Minderheitsaktionäre erkennbare und gewöhnlich im Börsenkurs schon eingepreiste („unechte“) Wertsteigerungspotentiale, die sich losgelöst von der betreffenden Strukturmaßnahme heben lassen, außer Betracht, *sofern* die synergiestiftenden Maßnahmen zum Bewertungsstichtag weder eingeleitet noch im Unternehmenskonzept dokumentiert sind.⁸⁰

Mit Blick auf die vorstehenden Erläuterungen ist es somit im Kontext der DEMAG-CRANES-Übernahme aus ökonomischer Sicht nicht verwunderlich, dass die von der beauftragten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ermittelten „objektivierten“ Ertragswerte je DEMAG-CRANES-Aktie sowohl den Übernahmepreis als auch die relevanten Durchschnittsbörsenkurse aus dem maßgeblichen dreimonatigen Referenzzeitraum vor Bekanntgabe der jeweiligen Maßnahme stets unterschritten. Schließlich spiegelten sich in den höheren Börsenkursen die Einschätzungen von ELLIOTT über die zu erwartenden „unechten“ und „echten“ Synergieeffekte wider, die TEREX unter dem Aspekt der bestmöglichen Verwertung des Gesellschaftsvermögens – insofern von der bisherigen Geschäftspolitik weitgehend abstrahiert – zu heben imstande ist. Im Ergebnis bleibt festzuhalten: Sofern ein Börsenkurs durch das Auftreten eines einflussreichen Minderheitsaktionärs mit entsprechendem Anteilspaket im Vorfeld der Bekanntgabe einer Strukturmaßnahme positiv beeinflusst wird, enthält der maßgebliche Durchschnittsbörsenkurs im Regelfall keinen Minderheitsabschlag; vielmehr bildet der Börsenkurs auch Erwartungen über wertsteigernde („echte“) Effekte ab, die sich erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zu Grunde liegenden Maßnahme erzielen lassen.⁸¹ Problematisch ist die *rechtsrichtige* Abfindungsbemessung in einer *dominierten Konfliktsituation* in zwei Konstellationen: Ist innerhalb der Gruppe der Minderheitsaktionäre kein Groß- oder Paketaktionär mit

⁷⁶ Die juristische Bewertungslehre fordert die Bewertungsperspektive eines „markttypischen Erwerbers“. Siehe etwa LAUBER, in: *Rechtshandbuch Unternehmensbewertung* (2015), S. 1025 ff. Auch diese Typisierung erscheint im Vergleich zur Vorgehensweise des IDW geeigneter, um dem Minderheitenschutz zu genügen. Sie abstrahiert jedoch von der konkreten Konfliktsituation, mithin von den beteiligten Konfliktparteien. Siehe zur Diskussion etwa KNOLL, *BFuP* 2017, S. 300 ff.

⁷⁷ Statt vieler HÜTTEMANN, *ZHR* 1998, S. 563 ff.

⁷⁸ Siehe hierzu etwa HÜTTEMANN, *WPg* 2007, S. 813; KNOLL, in: *FS Meilicke* (2010), S. 321 ff.

⁷⁹ Vgl. IDW, *WP-Handbuch II* (2014), Rn. A 89.

⁸⁰ Ebenda, Rn. A 91.

⁸¹ Siehe hierzu auch die Überlegungen bei RUTHARDT, *NZG* 2014, S. 972 ff.

Durchsetzungsmacht vorhanden, reflektiert der Börsenkurs lediglich die Erwartungen einflussloser Aktionäre. Auch eine Sachlage, in der weder außerbörsliche Marktpreise noch belastbare Börsenkurse existieren, bedarf einer Fundamentalbewertung. Hier führt der Rekurs auf das „objektivierte“ Wertkonzept regelmäßig zu keiner „vollen“ Abfindung i. S. der betriebswirtschaftlichen und der juristischen Bewertungslehre⁸² – wie auch jüngst die vergleichsweise Anhebung der BGAV-Barabfindung um 33,17 % auf 60,62 EUR verdeutlicht hat, die zu einer Beendigung des Spruchverfahrens zum BGAV mit der DEMAG CRANES führte.⁸³

6. Angemessenheitsvermutung i. S. des WpÜG

Abschließend bedarf es einer genaueren Analyse der Stellung und der Strategie eines Bieters, der ökonomisch legitime Partikularinteressen verfolgt, sei es in Erwartung einer künftigen Wertsteigerung seines Portfolios durch eine Integration der Zielgesellschaft und/oder deren vermeintlicher Unterbewertung am Kapitalmarkt. Soweit ein Bieter ausweislich des Zwecks des WpÜG (überhaupt) schutzbedürftig ist, wird er dadurch begünstigt, dass die *rechtlich geforderte* „angemessene“ Gegenleistung bei Übernahme- und Pflichtangeboten *lediglich* einen Mindestpreis darstellt und gerade nicht eine „volle“ Abfindung. Die normativen Vorgaben zur Bestimmung des Übernahmepreises dürften ökonomisch sinnvolle Unternehmensübernahmen erleichtern, jedenfalls nicht torpedieren. Müsste nämlich im Beispielsachverhalt TEREX bereits im Zuge des Kontrollerwerbs statt der angebotenen 45,50 EUR/Aktie eine „volle“ Abfindung, die hier vereinfachend mit der Squeeze-out-Abfindung i. H. von 60,48 EUR/Aktie gleichgesetzt wird, an *sämtliche* Aktionäre offerieren, wäre die Übernahme unverhältnismäßig kostspieliger. Naturgemäß ist diese Annahme nicht verallgemeinerungsfähig, denn die tatsächlichen Übernahmekosten hängen im jeweiligen Einzelfall von den Möglichkeiten der am Übernahmeprozess beteiligten Akteure ab. Laut einer aktuellen empirischen Untersuchung lag zumindest in der Vergangenheit die zusätzlich von Bietern entrichtete Prämie für den Erwerb der *restlichen*, nach einem Übernahmeangebot noch im Streubesitz befindlichen Anteile im Durchschnitt nur leicht über der Übernahmeprämie.⁸⁴ Dies lässt auf einen nur geringen Anteil von Übernahmen unter Beteiligung von Finanzinvestoren in der Stichprobe, die lediglich 38 Zielgesellschaften umfasst, schließen. Dabei bleibt der konkrete Einfluss von Hedgefonds auf die Preisbildung bzw. auf die sog. *Total Cost of Ownership* (TCO) des Bieters unbeleuchtet. Es darf auf Basis der Auswertung jedoch vermutet werden, dass nach Bereinigung der Fälle mit Hedgefonds die ermittelten Übernahmeprämien zu Gunsten der Bieter (noch) geringer ausfallen würden.

Unabhängig davon hat der Gesetzgeber in § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG zu Gunsten eines Bieters eine auch verfassungsrechtlich unbedenkliche *Angemessenheitsvermutung* kodifiziert.⁸⁵ Den sog. *Markttest* folgend kennzeichnet der Übernahmepreis auch in verfassungsrechtlich unbedenklicher Hinsicht (unwiderlegbar) das Surrogat für die „volle“ Abfindung, wenn der Bieter Aktien in Höhe von *mindestens 90 %* des vom Angebot betroffenen Grundkapitals erwerben kann *und* einen Anteilbesitz von 95 % innehat. Anders als KAMES suggeriert, wird folglich bereits heute einem Bieter die Möglichkeit eröffnet, die Angemessenheitsvermutung greifen und einen vereinfachten Squeeze-out durchführen zu lassen, sofern die angebotene Gegenleistung die Preisuntergrenze der überwiegenden Mehrheit der Aktionäre übertrifft. So viel zur Theorie, doch dieser sog. *übernahmerechtliche Squeeze-out* ist in der Übernahmepaxis bislang bedeutungslos geblieben.⁸⁶ Dort gilt der unausgesprochene Grundsatz: Wenn am

⁸² Ähnlich ADOLFF, in: Rechtshandbuch Unternehmensbewertung (2015), S. 476 ff.

⁸³ Vgl. BUNDESANZEIGER vom 04.05.2018.

⁸⁴ Ausführlich hierzu ADERS/HANNES/SCHWETZLER, CF 2016, S. 297 ff.

⁸⁵ BVERFG vom 16.05.2012 (1 BvR 96/09).

⁸⁶ Zur Empirie vgl. KARAMI, in: Handbuch Unternehmensbewertung (2017), S. 537.

Anfang wenig bezahlt wird und nur ein Teil der Aktionäre das Übernahmeangebot nicht annimmt und schließlich eine Abfindung erhält, ist dies im Regelfall günstiger, als gleich den Angebotspreis anzuheben. Solche strategische Finessen mögen ökonomisch rational erscheinen, sie sind indes kein Anlass, das gesetzlich fixierte hohe Akzeptanzquorum – wie von KAMES latent gefordert – auf 75 % herabzusetzen.⁸⁷ Ungeachtet dessen wurden darüber hinaus mit der begründeten Reform des aktienrechtlichen Freigabeverfahrens in 2009 zur Verhinderung einer systematischen Obstruktionspolitik von Seiten reiner Berufskläger⁸⁸ sowie der Einführung des umwandlungsrechtlichen Squeeze-out Mitte 2011 die Interessen von Mehrheitsaktionären gestärkt.

Abschließend kann KAMES zumindest darin zugestimmt werden, dass die gegenwärtige Rechtsarchitektur einen Konstruktionsfehler aufweist. Jedoch ist dieser nach hier vertretener Ansicht – wie bereits ausführlich erläutert⁸⁹ – nicht an der von KAMES lokalisierten Stelle aufzuspüren.

IV. Praxisfälle: Hedgefonds im Fokus wachsenden Interesses

1. STADA – ein Fall für die Corporate-Governance-Lehrbücher

Das Geschäftsmodell des international tätigen STADA-Konzerns ist schwerpunktmäßig auf den Gesundheitsmarkt, mit Fokus auf den Pharmabereich, und damit auf eine der weltweiten, relativ konjunkturunabhängigen Wachstumsbranchen ausgerichtet.⁹⁰ STADA bietet Nachahmermedikamente (Generika) und als etwa gleich großes Geschäft rezeptfreie Arzneien, sog. *OTC-Produkte*, an. Letztere Sparte steht zunehmend im Vordergrund, weil im Generikageschäft die Preise bedingt durch globalen Wettbewerb sinken. Vor diesem Hintergrund sind Anfang Mai 2016 Übernahmegerüchte aufgekommen, wonach ein Finanzinvestor (Private Equity) STADA aufkaufen, zerteilen und anschließend an zwei Pharmakonzerne weiterreichen könnte.⁹¹ Insbesondere der mit rund 5 % an STADA beteiligte Frankfurter Investmentfonds Active Ownership Capital (AOC) warf der damaligen Verwaltung rund um RETZLAFF zahlreiche Versäumnisse vor: Die Produkte würden international nicht ausreichend vermarktet; das Sparpotenzial im Einkauf werde nicht erschlossen; STADA produziere zu wenig selbst, die Verwaltungskosten seien viel zu hoch; und STADA habe sich schlechter entwickelt als etwa die Konkurrenten Teva, SUN oder MYLAN. Auch die 2,3 Mrd. EUR, die STADA für Akquisitionen und Investitionen ausgegeben habe, hätten keinen spürbaren Mehrwert geschaffen.⁹²

Konkret forderte AOC die Auswechslung von fünf der insgesamt sechs Vertreter der Anteilseigner im STADA-Aufsichtsrat. Fortan legte die STADA-Aktie im Vergleich zum Gesamtmarkt deutlich zu. So war der Aktienkurs Ende Mai 2016 zunächst um mehr als 10 % gestiegen, als Medienberichten zufolge Europas größte Private-Equity-Gesellschaft, der britische Finanzinvestor CVC Capital Partners, auf eine volle Eigentümerschaft und einen Rückzug von STADA von der Börse abziele.⁹³ Als entsprechende Übernahmegespräche von STADA dementiert wurden, stürzte die Aktie zeitweise um mehr als 6 % ab. Sie legte jedoch Anfang Juni 2016 mit der Bekanntgabe, dass RETZLAFF nach 23 Jahren an der Konzernspitze von WIEDENFELS abgelöst werde (offiziell aus gesundheitlichen Gründen), erneut um 4 % zu.

⁸⁷ Jüngst schlagen SEIBT/KULENKAMP sogar vor, die Angemessenheitsvermutung bereits bei Überschreiten der 50 %-Schwelle greifen zu lassen. Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 21.04.2018, S. 9.

⁸⁸ Hierbei handelt es sich nicht um aktive Finanzinvestoren im Allgemeinen bzw. Hedgefonds im Besonderen. Siehe zur Thematik BAUMS/DRINHAUSEN/KEINATH, ZIP 2011 S. 2329 ff.

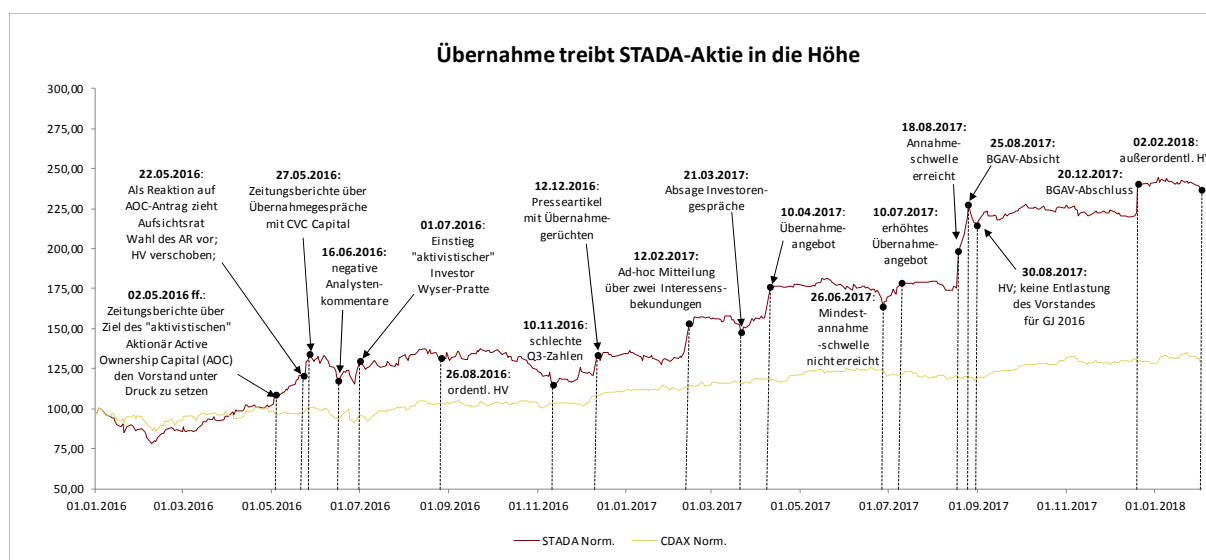
⁸⁹ Vgl. KARAMI, (Fn. 74).

⁹⁰ Weitergehende Informationen zu STADA können aus dem Vertragsbericht vom 19.12.2017 entnommen werden.

⁹¹ Vgl. FAZ vom 04.05.2016, S. 19.

⁹² Vgl. KOUTOUMANOS, Nassauische Neue Presse vom 13.05.2016, S. 5.

⁹³ Vgl. Börsen-Zeitung vom 27.05.2016, S. 9.



Am Markt herrschte nunmehr die Auffassung, dass der Führungswechsel eine Übernahme wahrscheinlicher machen könnte. Schließlich hatte sich der M-Dax-Konzern in den vergangenen Jahren stets gegen eine mögliche Übernahme oder Fusion gewehrt. In der Folgezeit war ein sehr intensiver sog. *Proxy Fight*, d. h. ein Machtkampf um die Konzernführung, zwischen AOC und dem Vorstand sowie dem Aufsichtsrat von STADA, mit einem „Showdown“ in der Hauptversammlung am 26.06.2016, zu beobachten. Erzielt hatte AOC einen Teilerfolg: neben der Änderung des Vorstandsvergütungssystems, wurden die Vinkulierung der Namensaktien der Gesellschaft – im Interesse einer beschleunigten (feindliche) Übernahme – aufgehoben und die Abwahl des langjährigen Aufsichtsratsvorsitzenden ABEND beschlossen. Medienberichten zufolge sei STADA ein Fall fürs *Lehrbuch*. Er verdeutlicht, welchen Druck einflussreiche Investoren ausüben können, wenn einzelne Organmitglieder viel zu lange ihre Ämter innehaben und wichtige Aspekte einer guten Unternehmensführung jahrelang missachteten. In Deutschland wurde ein Präzedenzfall geschaffen, indem erstmals die „Aktionärsdemokratie“ einen Aufsichtsratsvorsitzenden zu Fall brachte; zudem war diese Art der direkten Einflussnahme von Finanzinvestoren auf das Geschäftsmodell eines Unternehmens bis dahin eher im angelsächsischen Raum zu beobachten.⁹⁴

Erste Übernahmespekulationen und zwei parallel geführte und von STADA bestätigte Übernahmegespräche mit den britischen Finanzinvestoren CINVEN PARTNERS und ADVENT INTERNATIONAL CORPORATION in Bezug auf den Erwerb von bis zu 100 % der Anteile ließen nicht lange auf sich warten. Ein Bieterwettbewerb, der den STADA-Aktienkurs binnen eines Jahres von knapp 35 EUR auf rund 57 EUR (= informelles Übernahmeangebot von CINVEN je Aktie) hob – galt als sicher.⁹⁵ Einerseits beabsichtigte ADVENT das Übernahmeangebot von CINVEN zu übertreffen, andererseits war am 16.02.2017 von einem noch unbekanntem dritten Kaufinteressenten – der sich später als BAIN CAPITAL entpuppte – die Rede. BAIN CAPITAL wollte für die komplette Übernahme 58 EUR/Aktie entrichten.⁹⁶ Ende Februar 2017 entschied sich STADA in einen strukturierten Bieterprozess überzugehen und gewährte allen drei Bietern eine mehrstufige sog. *Due Diligence*, also eine sorgfältige Prüfung und Analyse der Unternehmensbücher, mit dem Ziel, durch die Identifikation von weiteren Wertsteigerungspotenzialen die Angebotspreise in die Höhe zu treiben.⁹⁷ Im Kampf um STADA gab es zwischenzeitlich immer mehr Kaufinteressenten, so dass sich mit ADVENT/PERMIRA sowie BAIN CAPI-

⁹⁴ Vgl. SMOLKA, FAZ.NET, 29.08.2016 („Teure Aktivisten“).

⁹⁵ Vgl. DIE WELT vom 14.02.2017, S. 13.

⁹⁶ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 17.02.2017, S. 9.

⁹⁷ Vgl. KOPPLIN, FAZ.NET, 25.02.2017 („Stada gewährt Blick in die Bücher“).

TAL/CINVEN vier Private-Equity-Investoren in zwei Bieterkonsortien zusammengeschlossen hatten.⁹⁸ Immerhin beabsichtigen ADVENT/PEMIRA, die bis dahin höchste Offerte des Rivalen BAIN CAPITAL um 70 Cent (entspricht der Dividende für das Geschäftsjahr 2016) leicht zu übertreffen. Mit der Äußerung, dieses Angebot spiegele noch nicht den fundamentalen Unternehmenswert wider, wurde der STADA-Führung eine „Hinhaltetaktik“ unterstellt.⁹⁹

Der wochenlange Übernahmekampf nahm am 10.04.2017 sein vorläufiges Ende, nachdem bekannt wurde, dass BAIN CAPITAL und CINVEN 65,28 EUR und eine Dividende von 72 Cent je STADA-AKTIE bieten. Diese Offerte bewertete STADA mit einem Gesamtunternehmenswert („Entity Value“) von 5,3 Mrd. statt der bisherigen 4,7 Mrd. EUR, wovon rund 1,1 Mrd. EUR die Nettverbindlichkeiten ausmachen.¹⁰⁰ Bedingung war jedoch, dass BAIN CAPITAL/CINVEN mindestens 75 % der Anteile angedient werden, um dann einen BGAV abschließen zu können.¹⁰¹ Doch zeichnete sich Anfang Juni 2017 ein Scheitern des Übernahmeangebots ab, was auch am Kurs von rund 62,50 EUR/Aktie ablesbar war. Daher entschieden sich die Finanzinvestoren die Annahmeschwelle auf 67,5 % abzusenken und die Annahmefrist bis zum 22.06.2017 zu verlängern. Am Ende fehlte es an knapp 2 %, um die gesetzte Annahmeschwelle zu erreichen: Lediglich 65,52 % der STADA-Aktionäre hatten ihre Anteile angedient. Die STADA-Papiere rutschten deutlich um rund 12 % ab und stabilisierten sich bei 59,75 EUR/Aktie als Folge von Gerüchten, wonach Hedgefonds mit BAIN CAPITAL/CINVEN über die Ausgestaltung eines neuen Übernahmeangebots sprechen.¹⁰² Schließlich ließen der Austausch des Vorstandsvorsitzenden, WIEDENFELS, die Nachricht, der Hedgefonds ELLIOTT habe STADA-Anteile von mehr als 5 % erworben, sowie die Antragstellung von BAIN CAPITAL/CINVEN bei der BAFIN, sich von der einjährigen Sperrfrist nach einem gescheiterten Übernahmeversuch mit Zustimmung des STADA-Vorstands befreien zu lassen, einen abermaligen Übernahmeversuch sehr wahrscheinlich erscheinen. In der Folge stieg die STADA-Aktie Anfang Juli 2017 auf über 64 EUR.¹⁰³ Dass am 10.07.2017 die zeitnahe zweite Übernahmeofferte bekannt gegeben wurde, bildete folglich keine Überraschung: So erhöhten BAIN CAPITAL/CINVEN ihr Gebot um 25 Cent auf 66,25 EUR/Aktie (= 65,53 EUR zzgl. 72 Cent). Sie senkten zudem die Mindestannahmeschwelle auf 63 %, und sie sicherten sich von verkaufsbereiten Investoren Aktien i. H. von rund 20 % des Grundkapitals (sog. *Irrevocable Undertaking*). Dieses Angebot impliziert eine Übernahmeprämie von 49,50 % gemessen am letzten von Übernahmeplänen unbeeinflussten STADA-Börsenkurs.

Nach der (bis zuletzt zittrigen) vierwöchigen Andienungsfrist kamen am 16.08.2017 die Finanzinvestoren über ihr Vehikel NIDDA HEALTHCARE mit 63,85 % nur hauchdünn über die selbstgesteckte Mindestannahmequote. Damit schnitten sie schlechter als bei ihrem ersten Versuch ab. Im Juni hatten BAIN CAPITAL/CINVEN noch 75 % und danach 67,5 % angestrebt, aber nur 65,52 % erhalten. Ohne die partielle Verkaufsbereitschaft von ELLIOTT wäre die Übernahme wohl auch im zweiten Anlauf gescheitert. So dürfte die STADA-Übernahmestory als prägnantes Fallbeispiel in die Annalen eingehen.¹⁰⁴ Mit dem Angebot von NIDDA HEALTHCARE i. H. von rund 5,4 Mrd. EUR für einen im M-DAX notierten Konzern zählt STADA als die größte Unternehmensübernahme eines zuvor nahezu vollständig im Streubesitz (99,86 %) befindlichen Unternehmens durch Finanzinvestoren in Deutschland. Vor allem galt

⁹⁸ Vgl. FAZ vom 11.03.2017, S. 27.

⁹⁹ Vgl. HOFMANN/JAKOBS/TELGHEDER, Handelsblatt vom 20.03.2017, S. 22.

¹⁰⁰ In Fachkreisen wurden die errechneten EBITDA-Multiplikatoren von 13 bis 14,68 (Angebotspreis (inkl. Schulden) im Verhältnis zum STADA-EBITDA 2016 von 361 Mio. EUR) für einen Hersteller von Generika und rezeptfreien Produkten als hoch eingestuft.

¹⁰¹ Vgl. DIE WELT vom 11.04.2017, S. 13.

¹⁰² Vgl. KOPPLIN, FAZ.NET, 26.06.2017 („Stada-Aktienkurs auf Talfahrt“).

¹⁰³ Vgl. Börsen-Zeitung vom 08.07.2017, S. 74.

¹⁰⁴ Vgl. WADEWITZ, Börsen-Zeitung vom 19.08.2017, S. 6; KOPPLIN, FAZ vom 23.08.2017, S. 15.

die Übernahme unter Experten als Lackmustest, ob in Deutschland Finanzinvestoren überhaupt der Kauf größerer börsennotierter Unternehmen gelingt. Zahlreiche Private-Equity-Investoren haben institutionelles Geld in Milliarden eingesammelt, für die sie lukrative Investitionsmöglichkeiten suchen. Im Lichte dessen dürften auch in Deutschland eine unzureichende Corporate Governance und dadurch bewirkte „Unterbewertungen“ am Kapitalmarkt zunehmend ein Einfallstor für professionelle Investoren bieten.¹⁰⁵

Dass das Schlusskapitel in der STADA-Story jedoch noch nicht geschrieben war, zeigte sich auch am Börsenkurs, der am 18.08.2017 um mehr als 14 % auf über 73 EUR nach oben schoss – auch getrieben von der Erwartung, dass ELLIOTT, der inzwischen Zugriff auf 11,6 % des STADA-Grundkapital besaß, eine weitere Nachbesserung seiner bis dahin nicht angedienten Anteile im Zuge einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme verlangen würde.¹⁰⁶ Zügig, aber nicht wider Erwarten, kündigten BAIN CAPITAL/CINVEN bereits eine Woche später, d. h. am 24.08.2017, an, über ihr Vehikel NIDDA HEALTHCARE mit dem STADA-Vorstand in Verhandlungen über den Abschluss eines BGAV treten zu wollen, wodurch die Aktie auf über 80 EUR anstieg. Demgegenüber blieben die Ankündigungen bezüglich des geplanten Abgangs des Aufsichtsratsvorsitzenden, CARL FERDINAND OETKER, sowie vier weiterer Mitglieder des Gremiums am 25.09.2017 angesichts interner Querelen und der Ernennung von CLAUDIO ALBRECHT (Ex-RATIOPHARM-Chef) als vierter Chef an der Konzernspitze innerhalb eines Jahres ohne nennenswerte Effekte auf den Börsenkurs. Vielmehr trieb die Marktakteure die Frage um, ob BAIN CAPITAL/CINVEN auf die Ende August 2017 von ELLIOTT – der nunmehr Zugriff auf 15,24 % der STADA-Aktien hatte – gestellte Forderung, einen BGAV nur zu unterstützen, wenn die Barabfindung nicht weniger als 74,40 EUR/Aktie betrage, eingehen würden.¹⁰⁷ Letztlich konnte sich ELLIOTT durchsetzen, wodurch die vollständige Übernahme sich nochmals um 180 Mio. EUR – bezogen auf die noch ausstehenden rund 36 % des STADA-Grundkapitals – verteuerte.¹⁰⁸ Da zu jenem Zeitpunkt der Börsenkurs bereits bei gut 81,25 EUR notierte, dürften zumindest STADA-Kleinaktionäre auf das Abfindungsangebot nicht eingehen.

Dem BGAV stimmten am 02.02.2018 auf der außerordentlichen Hauptversammlung 99 % der anwesenden Aktionäre zu. Der Unternehmensvertrag sieht eine Barabfindung i. H. von 74,40 EUR/Aktie vor, die exakt der Forderung von ELLIOTT entspricht, sowie eine jährliche Ausgleichszahlung i. H. von 3,82 EUR/Aktie für diejenigen Aktionäre, die ihre STADA-Anteile behalten. Das *vorläufige* Ende des Übernahmeprozesses bildet die Ankündigung von STADA am 26.03.2018, bei der Geschäftsführung der Frankfurter Wertpapierbörse umgehend den Ausstieg aus dem Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (sog. Prime Standard) zu beantragen. Die Notierung in diesem Segment ist zugleich Voraussetzung für die Mitgliedschaft im M-DAX. Der Ausstieg aus dem „Prime Standard“, mithin aus dem M-DAX, wird drei Monate nach der Veröffentlichung der Entscheidung der Börse wirksam. Dadurch entfallen auch bestimmte Berichts- und Veröffentlichungsanforderungen. STADA wird anschließend im weniger streng reglementierten Börsensegment „General Standard“ gelistet sein. Bis zum Delisting bzw. zum allseits erwarteten Squeeze-out dürfte es trotz der erst 65 %-igen Beteiligung von NIDDA HEALTHCARE an STADA kein langer Weg mehr sein – sofern der aktuelle Börsenkurs von rund 84 EUR als Gradmesser herangezogen wird.¹⁰⁹

¹⁰⁵ Vgl. BECKER, Börsen-Zeitung vom 19.08.2017, S. 7.

¹⁰⁶ Vgl. WELT ONLINE, 18.08.2017 („Stada-Übernahme im zweiten Anlauf geglückt“). Zudem mussten Leerverkäufer, die mit geliehenen STADA-Aktien auf fallende Kurse und damit ein Scheitern der Übernahme gesetzt hatten, am Markt Aktien zurückkaufen.

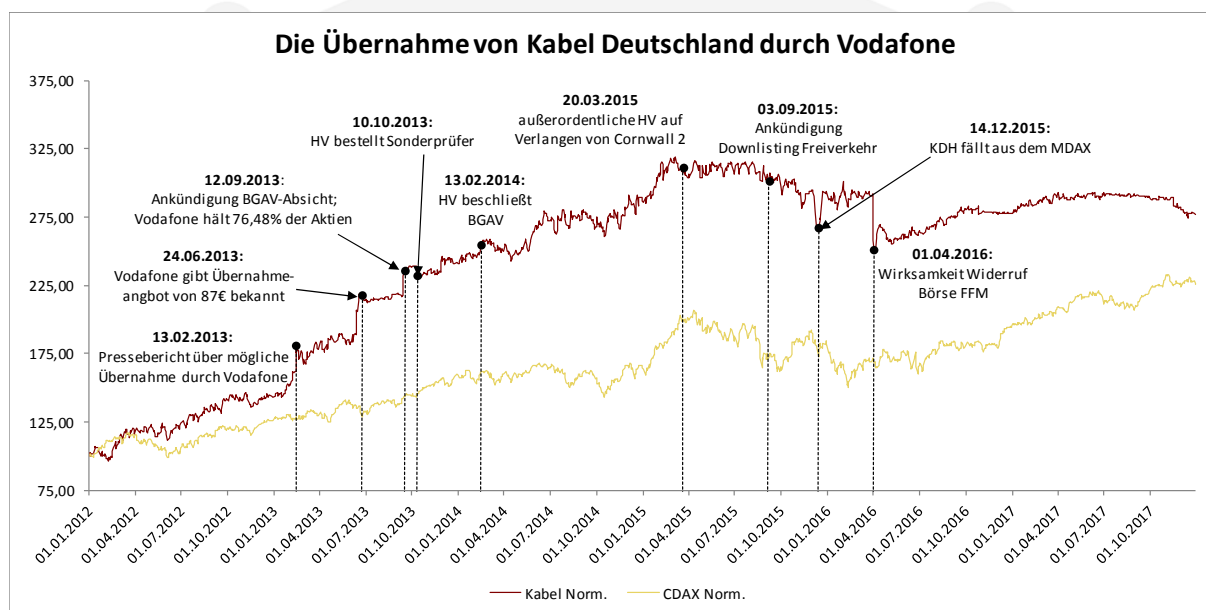
¹⁰⁷ Vgl. FAZ.NET, 31.08.2017 („Hedgefonds fordert hohe Abfindung von neuen Stada-Eignern“).

¹⁰⁸ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 05.09.2017, S. 9.

¹⁰⁹ Vgl. WADEWITZ, Börsen-Zeitung vom 18.04.2018, S. 10.

2. KABEL DEUTSCHLAND HOLDING (KDH) – Bedeutung des Sonderprüfungsberichtes

Der britischen Mobilfunkkonzern VODAFONE hatte erstmals im Vorfeld des später erfolgten Börsengangs der KDH – Deutschlands größter Kabelnetzbetreiber (Fernsehen, Telefon und Internet) – im Herbst 2010 die Übernahme „unterschriftsreif ausgehandelt“, aber scheitern lassen („Dual Track“-Verfahren).¹¹⁰ Der zweite Anlauf zur Übernahme der mittlerweile im M-DAX notierten KDH, deren Aktien vollständig im Streubesitz lagen, erfolgt rund drei Jahre später. Erste Übernahmerüchte Mitte Februar 2013 trieben die KDH-Aktie um bis zu 14 % auf ein damaliges Rekordhoch von 72,75 EUR. Die Marktkapitalisierung von KDH stieg dadurch um rund 800 Mio. auf rund 6,4 Mrd. EUR. Der erneute Übernahmever such erschien weiterhin ökonomisch sinnvoll, denn dadurch würde VODAFONE sein margenschwaches Mobilfunkgeschäft durch stabile Erträge aus dem Kabelgeschäft ergänzen. Ohnehin waren (sind) große Kabelnetzbetreiber, wie etwa UNITYMEDIA, auf Grund ihrer leistungsstarken Infrastruktur begehrte Übernahmeziele.¹¹¹ Auch KDH plante zunächst den kleineren Konkurrenten TELE COLUMBUS zu übernehmen. Doch scheiterte der Zusammenschluss an den vom Bundeskartellamt formulierten – von KDH als inakzeptabel bezeichneten – Auflagen, so dass Ende Februar 2013 die Wahrscheinlichkeit einer baldigen KDH-Übernahme anstieg, wenngleich VODAFONE zu jenem Zeitpunkt konkrete Übernahmeabsichten noch dementierte.¹¹² Dennoch löste sich gemäß der unten stehenden Abbildung bereits zu diesem Zeitpunkt die KDH-Börsenkursentwicklung zunehmend von der durch den CDAX repräsentierten Marktentwicklung.



Erst Anfang Juni 2013 führten abermalige Übernahmerüchte zu einem Kurssprung von knapp 3 % auf 74,50 EUR je KDH-Aktie.¹¹³ Zwischenzeitlich lancierte der US-Kabelkonzern LIBERTY GLOBAL, dem schon UNITYMEDIA und KABEL BW gehören, Mitte Juni 2013 eine unverbindliche Offerte von rund 85 EUR je KDH-Aktie, wodurch zu Gunsten der KDH-Aktionäre ein Bieterkampf entfacht wurde, der die KDH-Aktie auf ein Rekordhoch i. H. von 85,51 EUR klettern ließ. Damit war KDH am Kapitalmarkt mit 7,6 Mrd. EUR bewertet. Hinzu kamen 2,8 Mrd. EUR Schulden, so dass es ein Unternehmensgesamtpreis von 10,4 Mrd.

¹¹⁰ Vgl. BERKE, WirtschaftsWoche vom 24.02.2014, S. 48; MAIER, manager magazin vom 21.06.2013, S. 58.

¹¹¹ Presseberichten vom 11.05.2018 zufolge, beabsichtigt VODAFONE, große Teile des britischen Breitband-Anbieters LIBERTY GLOBAL, darunter auch UNITYMEDIA, für 18,4 Mrd. EUR zu übernehmen.

¹¹² Vgl. FAZ vom 20.02.2013, S. 13.

¹¹³ Vgl. WIRTSCHAFTSWOCHE ONLINE vom 04.06.2013 („Vodafone will Kabel Deutschland wohl doch übernehmen“).

EUR im Raum stand. Daher erwarteten Experten, dass VODAFONE den anfänglich angedachten Übernahmepreis von 81 EUR je KDH-Aktie deutlich nachbessern werde.¹¹⁴ Angesichts jährlich erwarteter Synergieeffekte von 200 Mio. EUR ließe sich nach dort vertretener Auffassung ein Preis von bis 108 EUR je KDG-Aktie rechtfertigen.¹¹⁵ Demgegenüber sah das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot vom 24.06.2013 durch die deutsche VODAFONE-Tochtergesellschaft, VODAFONE VIERTE VERWALTUNGS AG, „lediglich“ ein Übernahmepreis i. H. von 87 EUR/Aktie vor, zusammengesetzt aus dem Barangebot i. H. von 84,50 EUR und der ausstehenden Dividende i. H. von 2,50 EUR für das am 31.03.2013 endende Geschäftsjahr 2012/2013. Daraufhin nahm sich LIBERTY GLOBAL selbst aus dem Bieterwettbewerb. Anders als es bei LIBERTY GLOBAL wohl der Fall gewesen wäre, sah das Bundeskartellamt keine wettbewerbsrechtlichen Bedenken im Falle einer KDH-Übernahme durch VODAFONE.¹¹⁶

Im Vergleich zum Ausgabepreis vom März 2010 i. H. von 22 EUR je KDH-Aktie stellte das Übernahmeangebot immerhin eine Vervierfachung des Marktpreises dar, gegenüber dem Aktienkurs vom 12.02.2013, dem letzten Handelstag vor dem Aufkommen der ersten Übernahmerüchte, immerhin noch eine Steigerung von 37 %. Am Ende der (weiteren) Annahmefrist, die am 30.07.2013 begann und am 30.09.2013 endete, hielt VODAFONE rund 76,57 % der KDH-Aktien. Da VODAFONE bereits nach Ablauf der ersten Annahmefrist am 11.12.2013 76,48 % der KDH-Anteile hielt, erfolgte am Folgetag prompt die Nachricht, nach Vollzug des Übernahmeangebotes einen BGAV mit der KDH abschließen zu wollen. Schließlich war der Erfolg der Übernahmeofferte an das Überschreiten der 75%-Schwelle geknüpft. Im Falle eines Scheiterns hätte VODAFONE nach eigenem Bekunden das Angebot nicht aufgestockt.¹¹⁷ Um das Erreichen dieser Mindestannahmeschwelle zu ermöglichen, diente der Hedgefonds ELLIOTT, der kurz vor dem Ende der Annahmefrist 10,9 % der KDH-Anteile hielt,¹¹⁸ natürlich aus Eigeninteresse einen Teil seiner KDH-Aktien an. Denn ein Squeeze-out der KDH-Aktionäre durch VODAFONE wäre ohne die Zustimmung von ELLIOTT ohnehin nicht mehr möglich.

Einschließlich Schulden kostete die KDH-Übernahme den Briten 10,7 Mrd. EUR. Damit gelang VODAFONE 13 Jahre nach dem Kauf von MANNESMANN der nächste große Coup in Deutschland. Durch den Zusammenschluss kommt VODAFONE in den von KDH vertretenen 13 Bundesländern auf 32,4 Mio. Mobilfunk-, 5 Mio. Internet- und 7,6 Mio. Kabelfernsehkunden. VODAFONE erwartet, den Umsatz mithilfe integrierter Komplettpakete aus Mobilfunk, Kabel und TV zusätzlich um 1,5 Mrd. EUR zu erhöhen. Zugleich ließen sich durch das hochleistungsfähige Kabelnetz 3 Mrd. EUR Investitionen und andere Kosten einsparen – so jedenfalls der Tenor in Wirtschaftspresse.¹¹⁹ Demgegenüber senkte der Vorstand auf der KDH-Hauptversammlung am 10.10.2013 die Umsatzprognose, und er gab zudem eine Anpassung der Dividendenpolitik bekannt. Aktionäre sahen hinter der pessimistischen Botschaft des Vorstands schon die Handschrift des neuen Hauptaktionärs, denn die negativen Ad-hoc-Meldungen würden (zum Unmut der Aktionäre) das Abfindungsangebot von VODAFONE bzw. die Ausgleichzahlung beeinflussen, deren Höhe sich auch nach der erwarteten Entwicklung der KDH-Geschäfte richtet.¹²⁰ Einige Hedgefonds kündigten bereits an, eine höhere Abfindung von VODAFONE einzuklagen. Der KDH-Börsenkurs lag zu diesem Stichtag bereits bei 93,70 EUR.

¹¹⁴ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 15.06.2013, S. 9.

¹¹⁵ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 19.06.2013, S. 11.

¹¹⁶ Vgl. FAZ vom 21.08.2013, S. 12.

¹¹⁷ Vgl. BERGISCHE MORGENPOST vom 10.09.2013 („Vodafone bangt um Kabel-Deutschland-Übernahme“).

¹¹⁸ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 10.09.2013, S. 10.

¹¹⁹ Vgl. NEUE OSNABRÜCKER ZEITUNG vom 25.06.2013 („Vodafone bietet 7,7 Milliarden Euro“).

¹²⁰ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 11.10.2013, S. 9; FAZ vom 11.10.2013, S. 17.

Der Zustimmungsbeschluss zum BGAV wurde in der außerordentlichen Hauptversammlung der KDH AG am 13.02.2014 gefasst. Gemäß Unternehmensvertrag bot VODAFONE den KDH-Minderheitsaktionären eine Barabfindung i. H. von 84,53 EUR je Aktie an. Dieser Betrag entspricht dem von der BAFIN ermittelten Durchschnittsbörsenkurs im relevanten Drei-Monats-Zeitraum bis einschließlich 12.12.2013. Denn der vom Parteigutachter WARTH & KLEIN GRANT THORNTON (WKG)T) ermittelte „objektivierte“ Unternehmenswert je Aktie lag bei 75,76 EUR.¹²¹ Die jährliche Brutto-Ausgleichszahlung wurde auf 3,77 EUR je KDH-Aktie festgesetzt.¹²² Dass ELLIOTT, der seine KDH-Beteiligung inzwischen auf 13,5 % (Stand Mitte Juli 2013) erhöht hatte, die von VODAFONE angebotene Abfindung in einem Spruchverfahren vor dem LG München I überprüfen lassen wird, war absehbar. Schließlich sieht ELLIOTT den „fairen“ Wert zwischen 225 EUR und 275 EUR.¹²³ Diese Bandbreite wird durch das Privatgutachten von RÖDL & PARTNER vom 07.04.2015, das ELLIOTT in Auftrag gegeben hatte, bestätigt. RÖDL & PARTNER kommen auf einen Wert je KDH-Aktie i. H. von 283,67 EUR. Auch wenn zu jener Zeit KDH operativ auf Wachstumskurs war, zwischenzeitlich den durchschnittlichen Erlös je Kunden im Monat (ARPU) um 7,8 % auf 17,11 EUR bzw. das operative Ergebnis vor Abschreibungen (EBITDA) um 5,5 % auf 910 Mio. EUR gesteigert hatte, ließe sich diese Wertdiskrepanz *nicht allein* aus öffentlich verfügbaren Daten herleiten. Vielmehr rührt die markante Wertdiskrepanz (75,76 EUR vs. 283,67 EUR je KDH-Aktie) primär aus der Zugrundelegung unterschiedlicher interner Planungsrechnungen (und – wie üblich – Kapitalisierungszinssätze). RÖDL & PARTNER orientierte sich im Rahmen der Wertermittlung an der Planungsrechnung, die im Sonderprüfungsbericht, den KDH auf Verlangen von ELLIOTT durch den Sonderprüfer MARTIN SCHOMMER erstellen ließ, offengelegt wurde.¹²⁴ Der Sonderprüfungsbericht wurde zunächst von KDH unter Verschluss gehalten, doch ELLIOTT, vertreten durch die Kanzlei BROICH, hatte vor Gericht in Oktober 2014 darauf geklagt, Zugang zu dem Dokument zu erhalten, der dem KDH-Vorstand seit dem 29.09.2014 vorlag und erörtern sollte, ob die Übernahme durch VODAFONE rechtskonform ablief.¹²⁵ Die Sonderprüfung i. S. des § 142 AktG ist eines der zentralen Minderheitenrechte zur Überprüfung der Geschäftsführung der Gesellschaft, wobei der entsprechende Prüfungsbericht auf Verlangen eines jeden Aktionärs zuzuleiten ist. Im Zentrum der Sonderprüfung, die den Zeitraum bis zum 31.03.2013 umfasste, stand die Kernfrage, ob die KDH-Verwaltungsorgane sich im Zusammenhang mit der VODAFONE-Übernahme pflichtwidrig zum Schaden der Gesellschaft verhalten haben könnten. Der KDH-Börsenkurs hatte zu diesem Zeitpunkt bereits die 100-EUR-Marke überschritten und lag bei knapp 105 EUR.

Unbeschadet der Tatsache, dass der Sonderprüfer (mutmaßlich) erste Anzeichen für eine Pflichtverletzung feststellen konnte,¹²⁶ legte der Sonderprüfungsbericht nahe, dass die von WKG)T zugrunde gelegte, von der Unternehmensleitung in Oktober/November 2013 angefertigte Planungsrechnung gegenüber der (laufenden) Unternehmensplanung von März 2013 eine langfristig pessimistischere Umsatz- und Gewinnentwicklung auswies.¹²⁷ Seinerzeit beauftragte KDH im Rahmen des Übernahmeprozesses die Investmentbanken MORGAN STANLEY und PERELLA WEINBERG PARTNERS mit der Unternehmensbewertung. Die von ihnen auf der Grundlage der „März“-Planung ermittelte „Stand alone“-Wertbandbreite – wohlgerneht vor Berücksichtigung „echter“ Kosten- und Umsatzsynergien – lag zwischen 86 EUR bis 127

¹²¹ Die abermalige Behauptung von KAMES, FAZ vom 16.04.2014, S. 25, der von Wirtschaftsprüfern ermittelte „faire Wert“ sei oft höher als der Übernahmepreis, mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit aber nicht niedriger, kann auch in diesem Übernahmefall entkräftet werden (84,50 EUR vs. 75,76 EUR).

¹²² Vgl. WKG)T, Gutachten vom 19.12.2013, S. 73 ff.

¹²³ Vgl. MAIER, manager magazin vom 18.07.2014 S. 17.

¹²⁴ Vgl. RÖDEL & PARTNERS, Gutachten vom 07.04.2015, Rn. 345 ff. [Unveröffentlichtes Dokument].

¹²⁵ Vgl. FAZ vom 29.10.2014, S. 18.

¹²⁶ Vgl. SONDERPRÜFUNGSBERICHT vom 29.09.2014, S. 54 ff. [Unveröffentlichtes Dokument].

¹²⁷ Ebenda, S. 42 ff.

EUR je KDH-Aktie.¹²⁸ Dabei wurde ein – nach Auffassung des Sonderprüfers eher *konservativer*¹²⁹ – Wert i. H. von 104 EUR/Aktie („Mid Point Valuation“) als maßgebend erachtet,¹³⁰ der mithin signifikant höher ausfiel als der von VODAFONE im Zuge der Übernahme gebotene und von Vorstand und Aufsichtsrat der KDH zur Annahme empfohlene Preis. Die Rüge diverser Minderheitsaktionäre, die November-Planungsrechnung, einschließlich der Korrektur der nachhaltigen Wachstumsrate, sei ausschließlich *anlassbezogen* nach unten angepasst worden, da das positive (makro-)ökonomische Umfeld im Zeitraum von März bis November 2013 keinen Raum für eine derartige drastische Verschlechterung der Zukunftsaussichten zulasse, ist Gegenstand des laufenden Spruchverfahrens.

Neben der Anpassung der Planungsrechnung wird zudem über die „richtige“ Abgrenzung von – um weiter in der Diktion der Wirtschaftsprüfer zu bleiben – *wertrelevanten* „unechten“ und *wertbegründenden* „echten“ Synergien gestritten.¹³¹ Es wird darüber diskutiert, ob und inwieweit die von den Investmentbanken berechneten und im Sonderprüfungsbericht abgebildeten Synergieeffekte in die Wertermittlung einzubeziehen sind. Wird in diesem Kontext im Einklang mit den Überlegungen im Sonderprüfungsbericht eine Aufteilung auf KDH und VODAFONE im Verhältnis von 50 % zu 50 % abgestellt, ergibt sich aus den Berechnungen der Investmentbanken eine Bandbreite für den Wertbeitrag aus Synergien je KDH-Aktie i. H. von Null EUR im Falle, dass sämtliche Effekte als „echt“ zu klassifizieren sind, i. H. von 16 EUR, sofern lediglich Kostensynergien als „unecht“ eingestuft und hälftig aufgeteilt werden, sowie i. H. von 27,50 EUR, wenn neben den Kosten- auch die Umsatzynergien als „unecht“ betrachtet werden.¹³² RÖDL & PARTNER kommen unter Hinweis auf die *vollständige, hälftige* Zurechnung des Wertbeitrages zu den „unechten“ Synergien auf einen rechnerischen Anteil i. H. von 31,31 EUR je KDH-Aktie.¹³³ Die vollständige Einbeziehung der erwarteten Synergien¹³⁴ wird im betrachteten Fall damit begründet, dass diese auch im *faktischen Konzern*, also unabhängig von dem Abschluss eines BGAV, realisierbar wären und deren Nichtbeachtung zum Nachteil der faktisch beherrschten Gesellschaft eine Nachteilsausgleichspflicht auslösen würde, weil § 311 AktG auch entgangene (höhere) Gewinne oder Geschäftschancen umfasse.¹³⁵ Dies vorausgeschickt ermittelte RÖDL & PARTNER auf der Grundlage der *rekonstruierten* „März-Planung“ zunächst einen „Stand alone“-Wert je KDH-Aktie i. H. von 155,89 EUR. Nach Anpassungen des von WKGT ermittelten Kapitalisierungszinssatzes und der Wachstumsrate erhöhte sich der Wert spürbar auf 252,36 EUR bzw. unter Einschluss der identifizierten Synergieeffekte auf 283,67 EUR.

In ihrer ausführlichen Stellungnahme vom 28.08.2015 greift die Verfahrensbevollmächtigte der Antragsgegnerin (VODAFONE), LINKLATERS, sowohl das RÖDL & PARTNER- als auch das SOLON-Gutachten an. Zunächst weist LINKLATERS darauf hin, dass die „November-Planung“ nicht lediglich vom Parteigutachter WKGT, sondern auch von der Vertragsprüferin, WEDDING & CIE, als plausibel und angemessen bestätigt worden sei.¹³⁶ Die „März-Planung“ spiegele zum Bewertungszeitpunkt nicht die erwarteten Umsatzrückgänge wider, so dass der Planungsprozess zeitlich vorgezogen werden musste.¹³⁷ Im Übrigen sei nicht die „November-Planung“, sondern vielmehr die „März-Planung“ als Reaktion auf eine mögliche Übernahme

¹²⁸ Ebenda, S. 44.

¹²⁹ Ebenda, S. 60.

¹³⁰ Ebenda, S. 58.

¹³¹ Ausführlich hierzu KARAMI, Unternehmensbewertung beim „Squeeze out“ (2014), S. 187 ff.

¹³² Vgl. SONDERPRÜFUNGSBERICHT vom 29.09.2014, S. 62 [Unveröffentlichtes Dokument].

¹³³ Vgl. RÖDEL & PARTNERS, Gutachten vom 07.04.2015, Rn. 90 [Unveröffentlichtes Dokument].

¹³⁴ Zu den Synergien im Einzelnen SOLON MANAGEMENT CONSULTING, Gutachten vom 07.04.2015, S. 116 ff. [Unveröffentlichtes Dokument].

¹³⁵ Vgl. HABERSACK, in: Emmerich/Habersack Aktien-/GmbH-KonzernR (2016), § 311 AktG, Rn. 45.

¹³⁶ Vgl. LINKLATERS, Schriftsatz vom 28.08.2015 [Unveröffentlichtes Dokument].

¹³⁷ Ebenda, S. 9 ff.

durch VODAFONE anlassbezogen erstellt worden.¹³⁸ Dabei hatte die optimistische „März-Planung“ den primären Zweck, die eigene Verhandlungsposition im Falle von Übernahmege- sprächen mit VODAFONE zu stärken. Insbesondere der Vorwurf, Synergiepotenziale seien bei der Unternehmensbewertung durch WKGT nicht hinreichend berücksichtigt worden, wird vehement zurückgewiesen.¹³⁹ Danach seien nur „unechte“ Synergien bewertungsrelevant, *sofern* die synergiestiftenden Maßnahmen zum Bewertungsstichtag des BGAV eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert waren. Da diese Kriterien nachweislich nicht erfüllt waren, könne dahinstehen, ob sich die identifizierten Synergien auch ohne den Ab- schluss eines BGAV realisieren ließen. Zudem könnten aus dem Sonderprüfungsbericht keine *detaillierte* Planungen oder *detaillierte* Ausführungen bezüglich der abgeschätzten Synergien entnommen werden. Der Sonderprüfer bestätige selbst, dass er die Planung nicht im Detail überprüft habe. Soweit hier auf das SOLON-Gutachten verwiesen wird, handele es sich bei der betreffenden Ausarbeitung um einen nicht objektiven Parteivortrag.¹⁴⁰ Darüber hinaus handele es bei dem von den beauftragten Investmentbanken geschätzten Wert um einen Gesamtsy-nergieeffekt nach vollständiger Integration. Eine für rechtliche Bewertungsanlässe relevante Unterscheidung in „echte“ und „unechte“ Synergieeffekte erfolgte nicht. Schließlich sei der Einwand, es liege in der Hand der herrschenden Gesellschaft (VODAFONE) durch *faktische* Einflussnahme auf das beherrschte Unternehmen (KDH) aus einer „unechten“ eine „echte“ Synergie werden zu lassen, nicht tragfähig. Denn der wirtschaftliche Nachteil aus einer sys-tematischen negativen Einflussnahme müsste im faktischen Konzern gemäß § 311 AktG aus-geglichen werden.

Die obige Diskussion, die hier aus Platzgründen nur in Auszügen wiedergegeben werden kann, verdeutlicht ein gewichtiges Bewertungsproblem anhand eines realen Falls. Anders als Praktiker(hand)bücher gewöhnlich darlegen, ist eine trennscharfe Unterscheidung in „unechte“ und „echte“ Synergien oftmals schwer durchführbar, weil für die Realisierung diverser Wertsteigerungspotenziale eine Optimierung im faktischen Konzern, nicht aber ein BGAV zwingend notwendig ist. Letztlich geht es bei dieser Kontroverse um die Frage, ob im Rah- men einer sachgerechten bzw. „rechtsrichtigen“ Unternehmensbewertung das (formalistische) „Stand alone“-Konzept des IDW oder das *Unternehmenskonzept der optimalen Geschäftspol- itik* maßgeblich sein sollte. Im ersteren Fall sind – wie bereits erwähnt – nur „unechte“ Sy-nergien aus eingeleiteten oder dokumentierten Maßnahmen relevant. Im letzteren Fall ist das Verbesserungspotential, das sich *lediglich* auf der Grundlage einer Fortschreibung der bishe- rigen (aber künftig wohl nicht mehr relevanten) Unternehmenspolitik ergibt, nicht ausrei- chend. Vielmehr müssen alle – bei *realistischer* Betrachtung künftig erreichbaren – Synergien einbezogen werden. Dann wäre eine (willkürliche) Unterscheidung zwischen „unechten“ und „echten“ Synergien entbehrlich.

Inwieweit sich diese Überlegungen im Börsenkurs der KDH widerspiegeln, soll anhand eines *stark vereinfachten* ökonomischen Modells veranschaulicht werden.¹⁴¹ Da die Höhe der Ab- findung im Spruchverfahren überprüft wird, beeinflussen die Erwartungen hinsichtlich des Ausgangs des Spruchverfahrens den Börsenkurs. Weiterhin ist aus der Wirtschaftspresse die von ELLIOT als „fair“ empfundene Abfindung zu entnehmen, die ebenfalls im Börsenkurs eingepreist ist. Hieraus lässt sich aus dem aktuellsten Börsenkurs der KDH die implizite Wahrscheinlichkeit eines Obsiegens von ELLIOTT im Spruchverfahren ableiten. Erwarten *pas- sive* Aktionäre für die von ihnen gehaltenen KDH-Aktien auf Grund der Intervention von EL- LIOTT eine höhere Abfindung, so gehen grundsätzlich zwei Faktoren in die Preisbildung am Kapitalmarkt ein: der jeweilige Grenzpreis (eines einflusslosen Aktionärs) sowie die Höhe der

¹³⁸ Ebenda, S. 14 f.

¹³⁹ Ebenda, S. 40 ff.

¹⁴⁰ Ebenda, S. 10.

¹⁴¹ Ähnliche Überlegungen finden sich bei PUSZKAJLER/WEBER/ELSLAND, ZIP 2006, S. 696 ff.

erwarteten „fairen“ Abfindung i. S. eines fiktiven Einigungswertes. Wird vor diesem Hintergrund unterstellt, dass der Grenzpreis eines passiven Kleinanlegers je KDH-Aktie durch den anteiligen „objektivierten“ Unternehmenswert bzw. einem höheren Durchschnittsbörsenkurs approximiert werden kann, ist im betrachteten Beispiel der Börsenkurs i. H. von 84,53 EUR maßgeblich. Zwar ermittelt RÖDL & PARTNERS in der Spitze eine Abfindung i. H. von 283,67 EUR je KDH-Aktie, gehen Marktteilnehmer *vereinfachend* jedoch davon aus, dass dieser Betrag einem Argumentationswert gleicht, der vor Gericht nicht standhält, sind weitere Annahmen zu treffen. Daher wird hier unterstellt, dass einerseits die von RÖDL & PARTNERS vorgenommenen Adjustierungen des Kapitalisierungszinssatzes sowie des Wachstumsabschlages vom Gericht verworfen werden, andererseits aber die „März-Planung“ einschließlich der hälftig erwarteten Gesamtsynergieeffekte in die KDH-Bewertung einfließen, so dass Marktteilnehmer bestenfalls von einer nachgebesserten Abfindung i. H. von 187,20 EUR (=155,89 EUR + 31,31 EUR) ausgehen. Weiterhin sei p die implizite Wahrscheinlichkeit, mit der Marktteilnehmer mit der besagten Abfindung zu einem bestimmten Stichtag rechnen. Für einen Aktionär ergibt sich dann folgender Zusammenhang, wobei die Berechnung exemplarisch mit dem KDH-Börsenkurs vom 05.04.2018 durchgeführt wird:

$$\text{Börsenkurs}_{\text{KDH}} = p \times E[\text{Abfindung}_{\text{Gericht}}] + (1 - p) \times \text{Grenzpreis}_{\text{Aktionär}} \rightarrow$$

$$p = \frac{(\text{Börsenkurs}_{\text{KDH}} - \text{Grenzpreis}_{\text{Aktionär}})}{(E[\text{Abfindung}_{\text{Gericht}}] - \text{Grenzpreis}_{\text{Aktionär}})} = \frac{(109 \text{ EUR} - 84,53 \text{ EUR})}{(187,20 \text{ EUR} - 84,53 \text{ EUR})} = 23,83 \%$$

Zusammenfassend lässt sich zum gegenwärtigen Zeitpunkt festhalten, dass eine Abfindung i. H. von 187,20 EUR zwar im Börsenpreis enthalten ist, von den Marktteilnehmern jedoch mit einer noch verhältnismäßig geringen Wahrscheinlichkeit i. H. von 23,83 % erwartet wird. Sofern ein Marktteilnehmer unter *sonst gleichen Bedingungen* mit einer höheren Erfolgswahrscheinlichkeit rechnet, lohnt sich der Erwerb von KDH-Aktien zum Börsenkurs.

Im laufenden Spruchverfahren, dessen Ende nicht absehbar ist, sind vom zuständigen Landgericht München I, unter dem Vorsitzenden Richter HELMUT KRENEK, wichtige Bewertungsfragen zu klären, deren Beantwortung sich spürbar auf die Höhe der Abfindung auswirken dürfte. Vor allem sind zwei von ELLIOTT angestoßene Fragen von besonderem Interesse: Welche Bedeutung kommt dem *zweiten* Sonderprüfungsbericht zu? Inwieweit finden die Analysen der auf den Telekommunikationsmarkt spezialisierten Beratungsgesellschaft SOLON MANAGEMENT CONSULTING richterliche Anerkennung?

Zwischenzeitlich hat das Landgericht im Juni 2016 eine zweite Sonderprüfung im Fall der Übernahme von KDH durch VODAFONE angeordnet, nachdem VODAFONE auf der außerordentlichen KDH-Hauptversammlung am 20.03.2015 den Antrag auf weitere Sonderprüfungen mit seiner Stimmenmehrheit blockierte. Es soll durch den bisherigen Sonderprüfer, MARTIN SCHOMMER, untersucht werden, ob damalige KDG-Organe vor der öffentlichen Übernahme Pflichten gegenüber Anteilseignern verletzt und insofern gegen § 93 AktG verstoßen haben. Nach Auffassung von ELLIOTT, der als zweitgrößter Aktionär nach aktuellem Kenntnisstand einen KDH-Anteil i. H. von 14,43 % hält,¹⁴² sind noch zahlreiche Bewertungsfragen offen. Das Landgericht wird in diesem Kontext zu einem späteren Zeitpunkt dazu Stellung nehmen müssen, ob es eine Verbindung zwischen der im Übernahmekontext veranlassten Unternehmensbewertung, die Gegenstand des noch nicht abgeschlossenen Sonderprüfungsverfahrens bei der KDH ist, und der im Zusammenhang mit dem Abschluss des BGAV durchgeführten Unternehmensbewertung, mithin eine systematischen Verbindung zwischen der adressierten März- und November-Planungsrechnung, sieht. Dabei wird es auch um die Frage gehen, welches Gewicht dem Gutachten von SOLON beizumessen ist. Zum einen lag gemäß den Ausführ-

¹⁴² Siehe DGAP-Nachricht vom 06.09.2016 („Elliott begrüßt Entscheidung der Kabel Deutschland Holding AG, Beschwerde gegen zweite Sonderprüfung zurückzunehmen“).

rungen der Vertragsprüferin, WEDDING & CIE, zeitnah zum Bewertungsstichtag des BGAV im Wesentlichen nur eine aktuelle Marktstudie für den Telekommunikationsmarkt vor, und zwar die auch mehrfach von WKGT zitierte Studie von PWC mit dem Titel „German Entertainment and Media Outlook 2013-2017“. Zum anderen ist aber unter Experten anerkannt, dass SOLON zu den führenden, unabhängigen Beratungsunternehmen in den Bereichen Telekommunikation und Medien zählt. SOLON gibt seit 2004 die „Solon European Cable Survey“ heraus, die unstreitig eine führende europäische Vergleichsstudie der Kabelindustrie ist. Die für die Unternehmensbewertung relevante SOLON-Studie 2013/2014 wurde jedoch erst am 02.12.2014, also nach dem BGAV-Bewertungsstichtag, veröffentlicht. Die zum Bewertungsstichtag aktuellste SOLON-Studie 2011/2012 wurde in 2011 veröffentlicht, also deutlich vor dem maßgeblichen Stichtag am 13.02.2014.¹⁴³

Abschließend sei noch darauf hingewiesen, dass die Aktien der KDH seit dem 01.04.2016 nicht mehr im regulierten Markt notiert sind. Vodafone nutzte das sog. FROSTA-Zeitalter, um ein Delisting ohne Abfindungspflicht zu betreiben. Auf das laufende Verfahren wird dies keine Auswirkungen haben. Sofern VODAFONE beabsichtigt, die Börsennotierung der KDH im Freiverkehr aufzugeben, wird im Falle eines möglichen Squeeze-out der Börsenkurs als Abfindungsuntergrenze wegfallen. Eine gesetzliche Ausgleichspflicht i. S. des § 39 Abs. 3 BörsG besteht im Freiverkehr nicht.

3. HYPO- UND VEREINSBANK (HVB) – energierte Gutachterschlacht (auch) in Österreich

Die UNICREDIT BANK AG, ehemals BAYERISCHE HYPO- UND VEREINSBANK AG (kurz: HVB) entstand 1998 durch die Verschmelzung der BAYERISCHEN VEREINSBANK AG mit der BAYERISCHEN HYPOTHEKEN- UND WECHSEL-BANK AG und ist die Muttergesellschaft der HVB Group. Seit November 2005 ist die HVB – damals zweitgrößte Bank Deutschlands – ein verbundenes Unternehmen der italienischen Großbank UNI-CREDITO („UNICREDIT“) und damit als Teilkonzern ein wesentlicher Bestandteil der UNICREDIT Gruppe. Mit dem Vollzug des Squeeze-out am 15.09.2008 wurde der Ausschluss der HVB-Minderheitsaktionäre besiegelt. Nachfolgend wird der Übernahmeprozess nachgezeichnet, um als interessierter Leser die im laufenden Spruchverfahren zum Squeeze-out geführten Diskussionen besser nachvollziehen zu können.

Anfang 2005 trieben erste Gerüchte den Aktienkurs der auch im Osteuropa-Geschäft gut aufgestellten HVB um rund 7 % bis auf 18,12 EUR in die Höhe, nachdem in Finanzkreisen über eine Übernahme der seinerzeit im Ausland, vor allem Polen, expandierenden UNICREDIT spekuliert wurde.¹⁴⁴ Rückblickend stellte sich heraus, dass erste (unverbindliche) Übernahmegespräche zwischen den damaligen Chefs ALESSANDRO PROFUMO (UNICREDIT) und DIETER RAMPL (HVB) bereits Anfang Oktober 2004 bei einem Geheimgespräch in Washington geführt wurden.¹⁴⁵ Die HVB passte gut zur Expansionsstrategie von UNICREDIT. Angesichts der Tatsache, dass der europäische Bankenmarkt vor Herausforderungen stand, wurden als Vorteile einer Bankenfusion die Führungsposition in den mittel- und osteuropäischen Märkten, die Position in den eng verflochtenen Wirtschaftsräumen Italien, Österreich und Deutschland sowie das verbesserte Risikoprofil durch eine Diversifizierung identifiziert. Die Gruppe hätte insgesamt 7.000 Filialen in 19 Ländern, wäre mit 28 Millionen Kunden im Kontakt und wiese eine Bilanzsumme von 733 Mrd. EUR auf. Der Marktanteil läge – gemessen an der Bilanzsumme – in Deutschland bei 5 % mit 26.000 Beschäftigten, in Italien bei 10 % mit 40.000 Beschäftigten und in Österreich bei 18 % mit 12.000 Beschäftigten. In Osteuropa wäre die Gruppe unangefochtener Primus mit 58.000 Beschäftigten. Insofern erschienen Verhandlungen

¹⁴³ Vgl. WEDDING & CIE, Stellungnahme vom 22.03.2016, S. 9 [Unveröffentlichtes Dokument]. Weitere Einzelheiten ergeben sich aus einer zusätzlichen Stellungnahme, welche erst in Mai 2018 zugestellt worden ist.

¹⁴⁴ Vgl. FAS vom 16.01.2005, S. 44.

¹⁴⁵ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 10.06.2006, S. 3.

gen über einen möglichen Zusammenschluss, die von den beteiligten Parteien am 30.05.2005 bestätigt wurden, sinnvoll.

Der HVB-Aktienkurs lag zu diesem Zeitpunkt bei 20,46 EUR. Als positives Signal für eine anstehende Übernahme wurde vor allem die Verkaufsbereitschaft des damals größten Aktionärs der HVB, des Rückversicherers MÜNCHENER RÜCK, mit einem HVB-Anteil von 18,3 % gedeutet.¹⁴⁶ Damit galt die größte grenzüberschreitende Bankenübernahme Europas, d. h. der Kontrollerwerb an der HVB einschließlich ihrer Tochter Bank AUSTRIA CREDITANSTALT (BA-CA) sowie deren Tochter, die polnische BANK PRZEMYSLOWO-HANDLOWY (BPH), durch UNICREDIT als sicher. Bereits am 12.06.2005 wurde zwischen HVB und UNICREDIT ein „Business Combination Agreement“ (BCA) abgeschlossen, in dem die künftige Aufsichtsratsbesetzung und die Gruppenstruktur nach Vollzug der Übernahme geregelt waren.¹⁴⁷ Auch hatte sich der Vorstand der HVB verpflichtet, die Übernahme zu unterstützen und zum Zeitpunkt deren Ankündigung eine (auf „Fairness Opinions“ gestützte) Stellungnahme abzugeben, in der er den Inhalt des Angebots als angemessen und fair bestätigt sowie den HVB-Aktionären die Annahme des Übernahmeangebots empfiehlt. Weiterhin sollten HVB und BA-CA als volloperative Geschäftsbanken in der Rechtsform einer AG, *vorbehaltlich einer Umstrukturierung auf Grund übergreifender Geschäftsbelange*, bestehen bleiben, und der Abschluss eines Beherrschungsvertrags mit der HVB während der fünfjährigen Laufzeit des BCA wurde ausgeschlossen.¹⁴⁸ Der profitablen BA-CA sollte außerdem die Leitung des Osteuropageschäftes übertragen werden. Schließlich sollte UNICREDIT nach Vollzug des freiwilligen Übernahmeangebotes den HVB-Aufsichtsratsvorsitzenden stellen, der mit weiteren Befugnissen ausgestattet wäre.¹⁴⁹ Bemängelt am BCA wurde der „sehr weich“¹⁵⁰ formulierte Bestandschutz der HVB, die „aus übergreifenden Geschäftsbelangen der gemeinsamen Gruppe in bis zu fünf getrennte rechtliche Einheiten“ zerlegt werden könnte. Dies sei denkbar, wenn Renditevorgaben – bei dem seinerzeit beobachtbaren schwachen Geschäftsverlauf der durch Milliardenverluste geschwächten HVB – verfehlt wären. Dann könne ein Verkauf von Vermögenswerten der Segmente, HVB-Töchtern oder kompletten Geschäftsfeldern – wie etwa das Investmentbanking – vollzogen werden, was vor allem mit Bezug auf die BA-CA eher als theoretische Denkübung eingestuft wurde.¹⁵¹

Zu jener Zeit bewertete UNICREDIT die schwächelnde HVB GROUP mit 15,4 Mrd. EUR, die auf Grund ihrer Profitabilität als „Juwel“¹⁵² bezeichnete BA-CA mit 12,0 Mrd. EUR, die polnische BPH mit 3,8 Mrd. EUR sowie das gesamte Transaktionsvolumen mit rund 20 Mrd. EUR. Bei der Ankündigung der HVB-Übernahme hatte UNICREDIT erklärt, der Zusammenschluss solle insgesamt zu Kosten- und Umsatzsynergien vor Steuern in Höhe von 985 Mio. EUR (nach Steuern: 745 Mio. EUR) pro Jahr führen, die vollständig vom Jahr 2008 an realisiert würden – 90 % entfielen dabei auf niedrigere Kosten.¹⁵³ Der seinerzeitige HVB-Chef, RAMPL, wies in diesem Kontext zwar auf eine „attraktive Übernahmeprämie“ von knapp 10 % auf den HVB-Aktienkurs vor Aufblähen der Übernahmespekulationen hin, jedoch nicht auf

¹⁴⁶ Vgl. FAZ.NET vom 30.05.2005 („HVB bestätigt Fusionsgespräche“).

¹⁴⁷ Vgl. BCA UNICREDIT/HVB vom 12.06.2005.

¹⁴⁸ Vgl. BCA UNICREDIT/HVB vom 12.06.2005, Ziff. 6.2 und 6.4.3.

¹⁴⁹ Vgl. BCA UNICREDIT/HVB vom 12.06.2005, Ziff. 7.2.

¹⁵⁰ Zitiert nach WIRTSCHAFTSWOCHE ONLINE vom 17.08.2005 („UniCredit kann HypoVereinsbank zerlegen“).

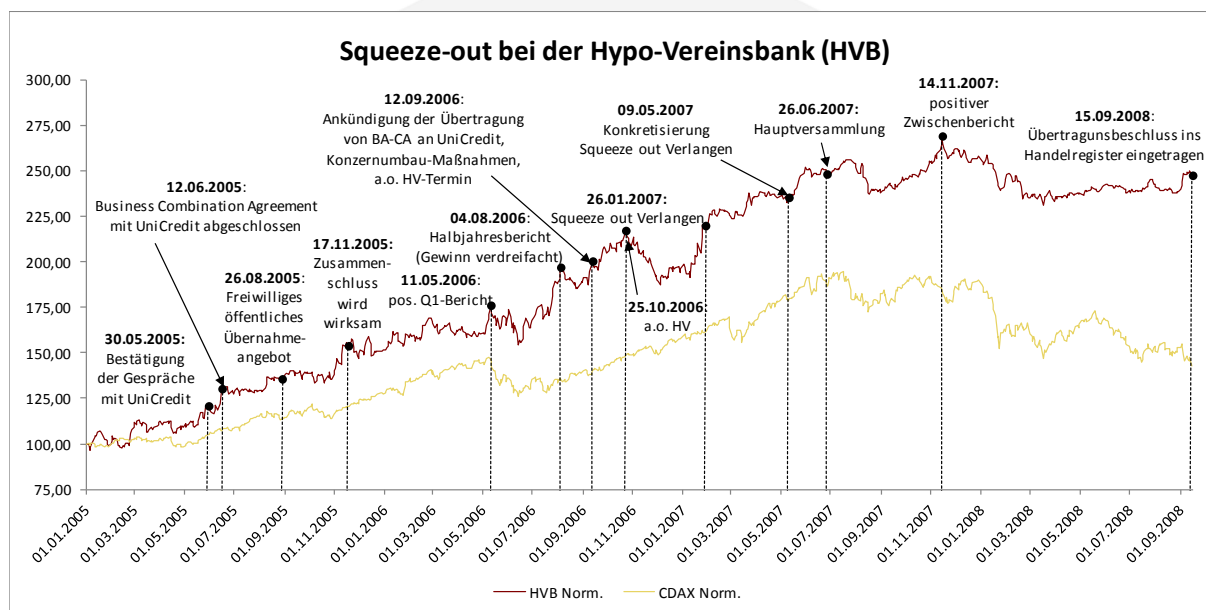
¹⁵¹ Die Wiener AVZ-Stiftung, seinerzeit mit 4,5% drittgrößter HVB-Aktionär, besaß mit Sonderrechten ausgestattete BA-CA-Namensaktien („Bank der Regionen“-Vertrag). So konnte die AVZ wesentliche Beschlüsse in der Hauptversammlung schlicht durch Nichtteilnahme blockieren. Im Klartext: Gesellschaftsrechtliche Spaltungs-, Verschmelzungs- oder Umwandlungsprozesse bei der BA-CA waren ohne Zustimmung der AVZ-Stiftung und des Betriebsrat unmöglich. Vgl. GRABER, Der Standard vom 07.09.2005, S.21. Siehe EIGENDORF, DIE WELT vom 18.08.2005, S. 13.

¹⁵² Vgl. WIENER ZEITUNG vom 28.07.2005, S. 21.

¹⁵³ Vgl. BINETTI, BÖRSEN-ZEITUNG vom 18.08.2007, S. 4.

die Tatsache, dass der Aufsichtsrat in der Übernahmefrage gespalten war – nur 12 von 20 HVB-Aufsichtsräten befürworteten die Übernahme.¹⁵⁴

Die Übernahme sollte in Aktien erfolgen, weil ein Barangebot die Eigenkapitalbasis des neuen Bankkonzerns zu sehr schwächen würde, hieß es in Finanzkreisen. Auch die Minderheitsaktionäre der BA-CA,¹⁵⁵ die zu 77,53 % zur HVB gehörte, und deren Polen-Tochter BPH (Streubesitz bei 29 %) sollten Übernahmeangebote, hier wahlweise in Bargeld, erhalten.¹⁵⁶ Die HVB-Offerte erfolgte am 26.08.2005. Die andienungswilligen HVB-Aktionäre erhielten fünf UNICREDIT-Aktien je HVB-Aktie. UNICREDIT hatte sein Angebot an die Bedingung gebunden, mindestens 65 % des HVB-Kapitals zu erhalten. Die Aktionäre hatten – nach einer zweiwöchigen Fristverlängerung bis zum 24.10.2005 Zeit, ihre Aktien anzudienen. Für den Fall, dass UNICREDIT mindestens 95 % der HVB-Aktien erhalten sollte, waren seinerzeit weder ein Delisting noch ein Squeeze-out vorgesehen.¹⁵⁷ Den BA-CA-Aktionäre wurden entweder 19,92 UNICREDIT-Aktien je BA-CA-Aktie oder 79,60 EUR in bar im Andienungszeitraum vom 29.08.2005 bis zum 17.10.2005 (mit einer Nachfrist von zehn Börsentagen) angeboten. Demgegenüber musste das Angebot an die Minderheitsaktionäre der BPH auf unbestimmte Zeit verschoben werden, weil sich ein innenpolitischer Widerstand organisiert hatte.¹⁵⁸ Gerade Polen war für den wirtschaftlichen Erfolg der HVB-Übernahme von entscheidender Bedeutung, denn aus der angestrebten Fusion der UNICREDIT-Tochter PEKAO mit der BA-CA-Tochter BPH erwartete UNICREDIT die Hebung von Synergien.¹⁵⁹



¹⁵⁴ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 14.06.2005, S. 3.

¹⁵⁵ Im Falle einer erfolgreichen Übernahme stand fest, dass die kroatische BA-CA-Tochter HVB SPLITSKA BANKA aus kartellrechtlicher Sicht verkauft werden musste. Die UNICREDIT-Tochter ZAGREBACKA BANKA in Kroatien war mit einem Marktanteil von 25 % bereits marktführend. Mit SPLITSKA BANKA wäre der Anteil auf fast 35 % gestiegen, was nach Ansicht der kroatischen Notenbank unzulässig war. Vgl. WIENER ZEITUNG vom 07.10.2005, S. 27.

¹⁵⁶ Vgl. FAZ vom 13.06.2005, S. 9.

¹⁵⁷ Vgl. WIRTSCHAFTSWOCHE ONLINE vom 26.08.2005 („Unicredito hält sich bei HVB-Übernahme Hintertür offen“).

¹⁵⁸ Gerade wegen des befürchteten Verlusts an Arbeitsplätzen war die in Rede stehende Fusion ein wichtiges Thema im polnischen Wahlkampf 2005. Am Ende scheiterte die BPH-Übernahmeofferte. Rein formal hätte Polen den Zusammenschluss nur untersagen können, wenn er die Stabilität des Bankensystems unterminiert oder es bei der Finanzierung Unregelmäßigkeiten gäbe, was aber nicht der Fall war. Vgl. DER STANDARD vom 04.03.2006, S. 32; BÖRSEN-ZEITUNG vom 04.03.2006, S. 1.

¹⁵⁹ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 22.03.2006, S. 8.

Der Hedgefonds ALTIMA PARTNERS, der zwischenzeitlich eine HVB-Beteiligung von 0,7 % aufgebaut hatte, lehnte Anfang Oktober 2005 das Aktienangebot von UNICREDIT, was in etwa einem Barangebot von 22 bis 23 EUR (bei einem beobachtbaren Aktienkurs i. H. von rund 22,55 EUR am 07.10.2005) entsprach, ab. Zuvor hatte bereits der Hedgefonds GAM das Übernahmeangebot verworfen. Dem Vernehmen nach verlangten Hedgefonds 30 EUR je HVB-Aktie.¹⁶⁰ In der Folgezeit stieg der Aktienkurs zu Gunsten der HVB-Kleinaktionäre spürbar auf über 23 EUR an. Trotz anfänglicher Gerüchte um eine saudi-arabische Finanzgruppe als weiterer HVB-Kaufinteressent, war bis dahin ein Bieterwettbewerb ebenso ausgeblieben wie größere Angriffe von Hedgefonds oder anderen Großaktionären, die auf höhere Preis hätten spekulieren können.¹⁶¹ Gleichwohl stand bereits am 13.10.2005 fest, dass BA-CA-Kleinaktionäre das Übernahmeangebot überwiegend ablehnen werden. Zum einen lag der BA-CA-Aktienkurs bereits bei 91 EUR. Zum anderen sahen CITIGROUP und RAIFFEISEN CENTROBANK das Kursziel für die BA-CA-Aktie – angesichts der in Polen erwarteten Synergien – bei 109 EUR.¹⁶² Unabhängig von der Entwicklung in Österreich galt das Überschreiten der Mindestannahmeschwelle bei der HVB-Übernahme als gesichert, nachdem UNICREDIT Mitte Oktober 2005 bereits eine Annahmquote von 48,6 % mitteilte und der Umtausch der HVB-Beteiligung der MÜNCHENER RÜCK noch ausstand – am Ende der Annahmefrist am 17.11.2005 lag die Umtauschquote bei 93,93 % des Grundkapitals und der Stimmrechte.¹⁶³ Damit hielt UNICREDIT zugleich mittelbar 77,53 % sowie unmittelbar knapp 10 %, also fast 88 % an der BA-CA.¹⁶⁴ Die BA-CA-Aktie erreicht ein historisches Hoch von 98 EUR.

Angesichts der im Anschluss an die Übernahme einhergegangenen negativen Effekte, primär ausgelöst durch Konflikte im Management, in Anspruch genommener Change-of-Control-Klauseln und spürbare Kundenverluste im Geschäfts- und Privatkundengeschäft, wurde in Bankkreisen über einen anstehenden Umbau des HVB-Konzerns spekuliert. Erwartet wurden insbesondere zwei Maßnahmen: zum einen die Verschmelzung des selbstständigen Investmentbanking der HVB mit den italienischen Aktivitäten und dem Geschäft der BA-CA in einer eigenen Einheit, zum anderen der Zusammenschluss der osteuropäischen Beteiligungen, um – die allein für 2008 angekündigten 1 Mrd. EUR – Kostensynergien realisieren zu können.¹⁶⁵ Auch über mögliche Zwangsausschlüsse wurde bereits spekuliert.¹⁶⁶ Tatsächlich wurden in einem „Milliarden-Monopoly“¹⁶⁷ Vermögenswerte zwischen UNICREDIT, HVB und BA-CA verschoben:

- Der BA-CA wurde die Gruppenverantwortung über die Märkte in Zentral- und Osteuropa mit Ausnahme von Polen übertragen, die dadurch zur Sub-Holding der sog. CEE-Region („Central and Eastern European Countries“) avancierte und ferner das Türkei-Geschäft verantwortete.¹⁶⁸ Für die Übertragung der UNICREDIT-Ostbanken an die BA-CA erhielt die UNICREDIT 55 Mio. neue BA-CA-Aktien.¹⁶⁹ Dadurch erhöhte sich der direkte und indirekte Anteil der UNICREDIT an der BA-CA von 94,98 % auf rund 96,4 %.¹⁷⁰ Darüber hinaus

¹⁶⁰ Vgl. WIRTSCHAFTSBLATT vom 08.10.2005, S. 2.

¹⁶¹ Vgl. WIENER ZEITUNG vom 09.09.2005, S. 25.

¹⁶² Vgl. HÖLLER, WIRTSCHAFTSBLATT vom 14.10.2005, S. 6.

¹⁶³ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 18.11.2005, S. 4.

¹⁶⁴ Vgl. DIE PRESSE vom 02.11.2005, S. 19; BÖRSEN-ZEITUNG vom 04.11.2005, S. 3.

¹⁶⁵ Vgl. WISKOW/ZDRAL, Capital vom 16.02.2006, S. 36.

¹⁶⁶ Vgl. GILLINGER, WirtschaftsBlatt vom 25.03.2006, S. 27.

¹⁶⁷ FLÄMIG, Börsen-Zeitung vom 18.08.2006, S. 8.

¹⁶⁸ Zuvor hielt UNICREDIT 81,91 % an der kroatischen ZAGREBACKA BANKA, 86,13 % an der bulgarischen BULBANK, 100 % an der tschechischen ZIVNOSTENSKA BANKA, 97,11 % an der slowakischen UNIBANKA, 99,15 % an der UNICREDIT ROMANIA und 50 % an der türkischen KOC FINANSAL HIZMETLER.

¹⁶⁹ Das entsprach rund 5,5 Mrd. EUR oder knapp den 2,2-fachen Buchwert der übertragenen Vermögenswerte der UNICREDIT, was als angemessen galt.

¹⁷⁰ Wiener Zeitung vom 05.08.2006, S. 25.

sollte die HVB ihre 79,3 %-Beteiligung an der INTERNATIONAL MOSCOW BANK (IMB) samt einer Tochter in der Ukraine an die BA-CA für rund 1 Mrd. EUR abgeben.

- Umgekehrt verkaufte die BA-CA – um auch die Auflagen der polnischen Regierung zu erfüllen¹⁷¹ – ihr 71-prozentiges Aktienpaket an der BPH an UNICREDIT.¹⁷² Dafür sollte sie bis Ende 2009 in Raten insgesamt 4,3 Mrd. EUR in bar erhalten.¹⁷³ Dabei sah der Zahlungsplan eine fixe Zahlung von 3,6 Mrd. EUR Ende 2009 vor. Darüber hinaus sollte die BA-CA im Zeitraum von 2007 bis 2009 drei jährliche Barzahlungen im Gegenwert von 71 % des BPH-Gewinns, der insgesamt auf 700 Mio. EUR taxiert wurde, erhalten.¹⁷⁴
- Um den kartellrechtlichen Anforderungen zu genügen, wurde zwischenzeitlich auch die kroatische BA-CA-Tochter, die SPLITSKA BANKA, an SOCIÉTÉ GÉNÉRALE verkauft. Die französische Großbank zahlte für 99,8 % rund 1 Mrd. EUR (Closing am 30.06.2006), wodurch die BA-CA einen Buchgewinn i. H. von rund 669 Mio. EUR verzeichnete.¹⁷⁵
- Des Weiteren hatte die HVB zu einem Gesamtpreis von 600 Mio. EUR den Verkauf der drei sog. Activest Gesellschaften (ACTIVEST INVESTMENTGESELLSCHAFT MBH, ACTIVEST INVESTMENTGESELLSCHAFT SCHWEIZ AG sowie ACTIVEST INVESTMENTGESELLSCHAFT LUXEMBOURG S.A.) an die UNICREDIT-Tochter PIONEER GLOBAL ASSET MANAGEMENT abgeschlossen.¹⁷⁶
- Außerdem sollten die BA-CA-Anteile von der HVB auf die UNICREDIT übertragen werden. Durch die zuvor erwähnte Kapitalerhöhung bei der BA-CA stieg der Anteil der UNICREDIT auf 40 %. Bei der HVB bewirkte die Kapitalmaßnahme eine Verwässerung von bis dahin 77,5 % auf 56,4 %. Der Wert des 77,5-prozentigen Anteils an BA-CA wurde auf etwa 12 Mrd. EUR taxiert, der daraus resultierende Buchgewinn bei der HVB auf mindestens 5 Mrd. EUR geschätzt.¹⁷⁷ Der Verkauf sollte auf der für den 25.10.2006 anberaumten außerordentlichen Hauptversammlung der HVB abgesegnet werden, was angesichts der Mehrheitsverhältnisse von UNICREDIT von über 90 % an der HVB als reine Formsache galt.

Während der Konzernumbau auf Hochtouren lief, präsentierte UNICREDIT das Halbjahresergebnis 2006, das deutlich über den Erwartungen gelegen hatte.¹⁷⁸ Der operative Gewinn war

¹⁷¹ Vgl. GRABER, Der Standard vom 28.09.2006, S. 27. UNICREDIT willigte zudem ein, die Marke BPH sowie 200 BPH-Filialen zu verkaufen.

¹⁷² Die Verantwortung für das Polen- und Ukraine-Geschäft wurde direkt bei der UNICREDIT angesiedelt. Vgl. PEDZIWOL, WirtschaftsBlatt vom 02.08.2006, S. 11.

¹⁷³ Das entsprach ca. dem 3,6-fachen Buchwert der Polen-Aktivitäten des Jahres 2005. Laut Experten sei das zwar nicht überragend, aber auch nicht schlecht. Da die Bezahlung sich bis ins Jahr 2009 ziehen sollte, reduzierte sich der Multiple abgezinst auf knapp über drei. Vgl. GILLINGER, WirtschaftsBlatt vom 08.08.2006, S. 17.

¹⁷⁴ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 05.08.2006, S. 4.

¹⁷⁵ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 21.04.2006, S. 5.

¹⁷⁶ Vgl. Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen vom 15.07.2006, S. 706.

¹⁷⁷ Am Kapitalmarkt wurde das 77,5-prozentige HVB-Paket mit 11,8 Mrd. EUR bewertet. Auf Basis des ehemaligen UNICREDIT-Angebots an die BA-CA-Aktionäre (19,92 UNICREDIT-Aktien für eine BA-CA-Aktie) ergäbe sich sogar ein Preis von 14,3 Mrd. EUR. Angesichts des geringen Streubesitzes wurde jedoch mit einem niedrigeren Fundamentalwert in einer Bandbreite von 10 bis 14 Mrd. EUR gerechnet, weil der Börsenkurs bei geringem Handelsvolumen auch durch Squeeze-out-Spekulationen beeinflusst war. Vgl. FLÄMIG, Börsen-Zeitung vom 18.08.2006, S. 8.

¹⁷⁸ Gemäß den Prognosen sollte der gesamte UNICREDIT-Konzern in den nächsten drei Jahren seine operativen Erträge durchschnittlich um 8 % p. a. (davon Osteuropa mit 11 % p. a.) steigern. Die Kostensteigerung wurde mit 3 % p. a., für das Kosten-Ertragsverhältnis (Cost-income ratio) erwartet PROFUMO bis 2008 eine Verbesserung von rund 61 % (2005) auf 52 %. Den Erwartungen nach sollte sich der Gewinn pro Aktie in diesem Zeitraum um rund 27 % p. a. erhöhen. Analysten beurteilten diese Prognosen überwiegend als „solide“ und trauten dem Konzern mehr zu. Siehe dazu EIGRUBER, Wiener Zeitung vom 06.07.2006, S. 26.

im Jahresvergleich um ein Drittel auf 5,41 Mrd. EUR gestiegen. Der Ertrag (Zins- und Provisionsüberschuss sowie Handelsergebnis) legte im ersten Halbjahr um 16 % auf 11,74 Mrd. zu. Die Cost-Income-Ratio verbesserte sich von 61,3 % auf 54 % spürbar. HVB und BA-CA hatten kräftig zu diesem Ergebnis beigetragen: Der Betriebsgewinn der HVB hatte sich mit 1,88 Mrd. EUR verdoppelt. Laut GOLDMAN SACHS (RESEARCH), die UNICREDIT beim HVB-Kauf beraten hatten, sollte der bereinigte („normalisierte“) HVB-Gewinn – auch angesichts erwarteter Synergien – in den kommenden Jahren bis 2008 noch weiter deutlich ansteigen.¹⁷⁹ Das Betriebsergebnis der BA-CA erhöhte sich um 49 % auf 854 Mio. EUR; das Ergebnis nach Steuern und Fremdanteil stieg (inklusive 669 Mio. EUR Erlös aus dem Verkauf der SPLITSKA BANKA) um 190 % auf 1,316 Mrd. EUR.¹⁸⁰

Mit dem bevorstehenden konzerninternen Verkauf der Anteile an der BA-CA an UNICREDIT rückten bei der HVB zunehmend Bewertungsfragen in den Mittelpunkt des Interesses. MORGAN STANLEY, welche die HVB zuvor bei der Übernahme beraten hatte, bewertete den ehemaligen HVB-Konzern, gewichtet nach dem Anteilsbesitz von UNICREDIT, *ohne* den wertsteigernden Einfluss von Synergien mit 23,3 Mrd. EUR. Verglichen mit dem (fiktiven) „Kaufpreis“ von 17 Mrd. EUR – da HVB-Aktionäre UNICREDIT-Aktien erhielten – entsprach dies zu jener Zeit einer Wertsteigerung von 6,3 Mrd. EUR oder 37 %. Aus Kapitalmarktsicht erfuhr die HVB-Aktie sogar eine Preissteigerung von 64 % bzw. von 20,02 EUR (am 10.06.2005) auf 32,82 EUR (am 08.08.2006), wobei der Börsenkurs zu diesem Zeitpunkt bereits durch die geringe Aktienliquidität und/oder Squeeze-out-Spekulationen beeinflusst sein konnte. Unabhängig davon leitete MORGAN STANLEY auf der nächsten Stufe den von UNICREDIT entrichteten „Kaufpreis“ i. H. von rund 5 Mrd. EUR für das *isoliert betrachtete* Deutschland-Geschäft der HVB ab, indem der (fiktive) Gesamtkaufpreis i. H. von 17 Mrd. EUR einerseits um 5,5 Mrd. EUR für die 90,3 %-Beteiligung an der BA-CA sowie andererseits um 3,3 Mrd. EUR für die Anteile an der BPH bzw. 3,3 Mrd. EUR für das Osteuropa-Geschäft reduziert wurde.¹⁸¹

Am 12.09.2006 wurden die bereits erwarteten *konzerninternen* Maßnahmen weiter konkretisiert:¹⁸²

- Für die 77,53-prozentige HVB-Beteiligung an der BA-CA sollte UNICREDIT rund 12,5 Mrd. EUR bzw. 109,81 EUR je Aktie (der Drei-Monats-Durchschnittsbörsenkurs vor dem 30.08.2006 lag bei 97,43 EUR) zahlen.
- Knapp 1,2 Mrd. EUR sollte die HVB aus dem Verkauf ihre Gesellschaften in der Ukraine, Russland, Litauen, Estland und Lettland erzielen. Dabei sollte der Anteilsbesitz von 70,3 % an der INTERNATIONAL MOSCOW BANK IMB (79,3 % der Stimmrechte) für 984 Mio. EUR an die BA-CA verkauft werden. Der Buchgewinn wurde hier mit 600 Mio. EUR beziffert.
- Aus dem Verkauf der HVB Ukraine an die UNICREDIT, die das Institut an ihre polnische Bank PEKAO weiterreichen sollte, wurde ein Erlös i. H. von 83 Mio. EUR erwartet. Die übrigen drei Transaktionen betrafen die baltischen Aktivitäten für etwa 40 Mio. EUR.

¹⁷⁹ Fast die Hälfte des erwarteten Ergebnisanstiegs sollte durch den Abbau bzw. den Wegfall nichtoperativer Elemente erfolgen, darunter Restrukturierung, Immobilienengagement (sog. „WIM“-Portfolio) sowie Risikoversorge. Im Detail FLÄMIG, Börsen-Zeitung vom 22.8.2006, S. 5.

¹⁸⁰ Vgl. WIENER ZEITUNG vom 05.08.2006, S. 25.

¹⁸¹ Nach einem *Rechenexperiment* hätte die HVB, sofern sie sämtliche Beteiligungen und Geschäftsfelder (ohne das Deutschland-Geschäft) *eigenständig* verkauft hätte, einen Erlös i. H. von rund 19 Mrd. EUR erzielen können. Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass UNICREDIT für den gezahlten Kaufpreis von 17 Mrd. EUR einen Gegenwert von 24 Mrd. EUR (inklusive Deutschland-Geschäft) erhalten hätte. Vgl. ausführlich FLÄMIG, Börsen-Zeitung vom 09.09.2006, S. 4.

¹⁸² Siehe INVESTOR RELATIONS RELEASE vom 12.09.2006.

- Sämtliche Bewertung führte PRICEWATERHOUSECOOPERS (PwC) zum Stichtag 25.10.2006 (technischer Stichtag: 30.08.2006) durch.¹⁸³ Insgesamt macht die HVB damit einen Buchgewinn von 6,5 Mrd. EUR, wovon 5,8 Mrd. EUR der BA-CA zuzurechnen waren.¹⁸⁴ Der Verkaufserlös sollte zur Optimierung der Kapitalstruktur, für organisches Wachstum, Zukäufe und Integration des Investmentbanking der drei formal immer noch eigenständigen Banken (UNICREDIT, HVB, CA-IB) verwendet werden. Demgegenüber war eine von den Minderheitsaktionären geforderte Sonderausschüttung nicht vorgesehen.¹⁸⁵

Zwar hatte UNICREDIT mit dem Konzernumbau klare Verhältnisse geschaffen, doch unter den HVB-Minderheitsaktionären wurde der Unmut über den vermeintlich „günstigen“ Verkauf (zu 109,81 EUR/Aktie) der profitablen BA-CA und der Degradierung der HVB zur „Regionalbank“ laut. Von einem „Ausschlachten der HVB“ war die Rede.¹⁸⁶ Auch in Österreich kritisierten verbliebene Minderheitsaktionäre der BA-CA den aus ihrer Sicht „unangemessenen“ Verkaufspreis für die polnische Tochter BPH seitens UNICREDIT. Insbesondere der nach eigenen Angaben mit knapp 5 % beteiligte britische Hedgefonds POLYGON INVESTMENT PARTNERS forderte in einem offenen Brief einen Aufschlag um eine „marktübliche Übernahmeprämie“ von mindestens 0,8 bis 1,7 Mrd. EUR auf den vereinbarten Kaufpreis von 3,6 Mrd. EUR.¹⁸⁷ Zudem wurde ein Rückzug der BA-CA von der Börse (Squeeze-out) mit einem Abfindungsangebot zwischen 120 bis 130 EUR/Aktie angeregt.¹⁸⁸ Allein die durch POLYGON angetriebene mediale Offensive bewirkte Ende September 2006 einen Kursanstieg um 2,51 % von rund 104 EUR auf knapp 106,61 EUR je BA-CA-Aktie. Der HVB-Aktienkurs lag bei rund 35 EUR.

Vor dem Hintergrund der angegriffenen Unternehmensbewertungen verlief die HVB-Hauptversammlung am 25.10.2006, in der die Reorganisation mit der knapp 94 %-Stimmrechtsmehrheit von UNICREDIT formaljuristisch absegnet wurde, wie erwartet, alles andere als friedlich. Rechtlich versierte Minderheitsaktionäre drohten mit einer Anfechtungsklage,¹⁸⁹ die ihren Worten später auch Taten folgen ließen. Denn deren Forderung, den „wahren Wert“ der BA-CA in einem Schiedsverfahren ermitteln zu lassen, wurde vom inzwischen neu berufenen HVB-Chef, WOLFGANG SPRIBLER, mit Verweis auf das PwC-Bewertungsgutachten abgelehnt. Ein zentraler Angriffspunkt war der für die Bewertung der BA-CA herangezogene Zinssatz i. H. von 9,12 %, der zur Diskontierung der künftigen Erträge angesetzt wurde.¹⁹⁰ Angesichts der Hebelwirkung des Zinssatzes hätte ein Zinsniveau i. H. von 8 % den anteiligen Wert der BA-CA von 109,81 EUR auf rund 123 EUR je Aktie gehoben – mit positiven Folgen für den HVB-Unternehmenswert. Ende Oktober 2006 lag der BA-CA-Aktienkurs bei rund 114 EUR.¹⁹¹ Ein weiterer Aspekt betraf den Squeeze-out, wenngleich SPRIBLER an jenem Tag noch unterstrich, es gebe dafür keine Pläne. Schließlich lautete ein

¹⁸³ Für Details siehe Gesellschaftsbekanntmachungen vom 15.09.2006 im Bundesanzeiger.

¹⁸⁴ PwC ermittelte einen „objektivierten“ Unternehmenswert der BA-CA von 16,1 Mrd. EUR. Davon stammen 3,7 Mrd. EUR aus dem Anteil an der Bank BPH und 0,8 Mrd. EUR aus nicht-konsolidierten Beteiligungen.

¹⁸⁵ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 13.09.2006, S. 4; PAULY, Der Spiegel vom 25.09.2006, S. 108.

¹⁸⁶ Vgl. FLÄMIG, Börsen-Zeitung vom 24.10.2006, S. 8.

¹⁸⁷ Ein Sprecher von POLYGON begründete die öffentliche Stellungnahme mit der fehlenden Gesprächsbereitschaft des BA-CA-Vorstands. Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 28.09.2006, S. 4.

¹⁸⁸ Die beabsichtigte Kapitalerhöhung bei der BA-CA verwässerte den Minderheitsanteil von 5,02 % auf 3,7 %. Vgl. GRABER, Der Standard vom 28.09.2006, S. 27.

¹⁸⁹ Vgl. FAZ vom 26.10.2006, S. 18; BÖRSEN-ZEITUNG vom 26.10.2006, S. 5.

¹⁹⁰ Dabei kristallisierten sich zwei Hauptkritikpunkte der Aktionäre heraus: Die Höhe des Betafaktors sei mit 1,1 zu hoch angesetzt worden. Außerdem hätte ein Zuschlag von 0,14 %-Punkte für das Länderrisiko in Osteuropa nicht angesetzt werden dürfen.

¹⁹¹ Vgl. FLÄMIG, Börsen-Zeitung vom 24.10.2006, S. 8; DAMS, Die Welt vom 26.10.2006, S. 13.

wiederholter Vorwurf, der von UNICREDIT zu entrichtende Kaufpreis von 12,5 Mrd. EUR für die BA-CA würde einem Drittvergleich nicht standhalten.¹⁹²

Während UNICREDIT (einschließlich der Töchter HVB, BA-CA) für das dritte Quartal 2006 eine im Jahresvergleich erzielte Nettogewinnsteigerung um 37,8 % auf 1,44 Mrd. EUR meldete,¹⁹³ bildete die Diskussion um die Unternehmensbewertung der BA-CA das zentrale Thema. Denn zum einen waren beim LG München I Anfechtungsklagen gegen den als „günstig“ empfundenen Verkauf der BA-CA eingegangen, wobei mit einer Gerichtsentscheidung frühestens Mitte 2007 zu rechnen war. Zum anderen wurde sowohl bei der BA-CA als auch bei der HVB der – zuvor wiederkehrend von UNICREDIT dementierte – Squeeze-out der übrigen Kleinaktionäre am 23.01.2007 angekündigt bzw. eingeleitet. Vor allem in Österreich setzte anschließend der Hedgefonds POLYGON die Führungsriege der BA-CA mit Blick auf die Squeeze-out-Hauptversammlung am 03.05.2007 zunehmend unter Druck.¹⁹⁴ Bei einem mittlerweile auf 138 EUR gestiegenen BA-CA-Aktienkurs forderte POLYGON eine Mindestabfindung je Aktie i. H. von 171 EUR – deutlich mehr als der Durchschnittsbörsenkurs aus den zurückliegenden drei, sechs und zwölf Monate vor der erstmaligen Bekanntgabe des Squeeze-out am 26.01.2007 i. H. von 105,60 EUR bis 116,30 EUR je BA-CA-Aktie.¹⁹⁵ Insofern wurde mit Spannung das von UNICREDIT in Auftrag gegebene DELOITTE-Wertgutachten erwartet, denn eine Abfindung von weit über dem von UNICREDIT an HVB bezahlten 109,81 EUR je BA-CA-Aktie wurde bei HVB-Kleinaktionären als Indiz dafür gesehen, dass die HVB ihre BA-CA-Aktien zu billig verkauft hatte und diese die Wertdifferenz einfordern könnten.¹⁹⁶ Der Markt ging von einer Abfindung zwischen 118 EUR (CREDIT SUISSE) und 141 EUR (RAIFFEISEN CENTROBANK) je BA-CA-Aktie aus. Schließlich heizte UniCredit-Chef PROFUMO selbst neue Spekulationen um die „richtige“ Abfindungshöhe an, weil er seinerzeit den „wahren“ Wert je UNICREDIT-Aktie im Fall eines Übernahmeverversuches bei 9 EUR sah. Bei Zugrundelegung des Ende 2005 bestimmten Umtauschverhältnisses von rund 1:20 hätte dies einen Wert von 180 EUR je BA-CA-Aktie ergeben.¹⁹⁷ Nach Ansicht der BA-CA-Führung sei dies ohne Relevanz, weil zum damaligen Stichtag „eine andere Bank“ bewertet wurde. Tatsächlich legte UNICREDIT die Abfindung am 26.03.2007 auf 129,40 EUR je BA-CA-Aktie fest. Bei einem Streubesitz von etwa 3,65 % des Grundkapitals entsprach dies in Summe einem Gesamtbetrag i. H. von 950 Mio. EUR. Im Lichte dessen hatte sich POLYGON Anfechtungsklagen vorbehalten.

Währenddessen wurde in München am 09.05.2007 die Squeeze-out-Barabfindung auf 38,26 EUR je HVB-Aktie festgelegt.¹⁹⁸ Ferner erzielten HVB-Kleinaktionäre mit ihrer Anfechtung der Hauptversammlungsbeschlüsse vom 25.10.2006 einen Teilerfolg in der mündlichen Verhandlung vor dem Landgericht München I. Nach Auffassung des Vorsitzenden Richters HELMUT KRENEK seien wichtige Vertragseinzelheiten des am 12.06.2005 abgeschlossenen BCA den Kleinaktionären nicht offengelegt worden. Dies machte es schwierig, die Zustimmung der Aktionäre ohne Detailkenntnisse zu verlangen. Daher seien die Informationen nachzureichen. Auch könnte das BCA als versteckter Beherrschungsvertrag ausgelegt werden. Unabhängig davon bleibe die Gültigkeit der Verträge zum Verkauf BA-CA davon unberührt,

¹⁹² Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 26.10.2006, S. 5; UNGERBOECK, Der Standard vom 27.10.2006 S. 19.

¹⁹³ FAZ vom 15.11.2006, S. 20.

¹⁹⁴ POLYGON unterstellte mit Bezug auf den Verkauf der polnischen BPH an UNICREDIT gegen das *Verbot der Einlagenrückgewähr* verstoßen zu haben. Das ist gegeben, wenn eine Gesellschaft an den Gesellschafter Leistungen zu unangemessen niedrigen Entgelten erbringt. Diesem Vorwurf hatte sich die österreichische Übernahmekommission angenommen.

¹⁹⁵ Vgl. DIE PRESSE vom 23.02.2007, S. 20.

¹⁹⁶ Vgl. FAZ vom 28.02.2007, S. 22.

¹⁹⁷ Vgl. DIE PRESSE vom 23.02.2007, S. 20.

¹⁹⁸ Vgl. ERNST & YOUNG, Gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes der HVB vom 03.05.2007.

betonte KRENEK. Während das Nachreichen von Unterlagen als reine Formsache galt, äußerte KRENEK, der auch ein späteres Spruchverfahren leiten würde, erstmals Bedenken hinsichtlich einer „extremen Unterbewertung“ der BA-CA. Daher wurde die HVB aufgefordert, einen Vergleich mit den insgesamt 47 Klägern zu suchen. Einen möglichen Kompromiss sah KRENEK bei einer Erhöhung des BA-CA-Unternehmenswertes um etwa 4 bis 5 Mrd. EUR. Bei einem – vereinfacht gerechnet – um 4 Mrd. EUR erhöhten Unternehmenswert würde die Squeeze-out-Abfindung je Aktie von 38,26 Euro auf 43,24 EUR steigen.¹⁹⁹ Von diesem Etappensieg beflügelt, kletterte der HVB-Aktienkurs auf 41,43 EUR. Mit einem endgültigen Richterspruch wurde Ende 2007 gerechnet, gepaart mit der Erwartung, dass der Fall zur Berufung vor das OLG München kommen würde.²⁰⁰ Der Prozess in München gab den Kleinaktionären der BA-CA Rückenwind, die bis zum 04.06.2007 die Möglichkeit hatten, Anfechtungsklagen gegen den Squeeze-out-Beschluss zu erheben. Nach Einschätzung von Experten galt dies als sicher. In Österreich wurde zu jenem Zeitpunkt ein drei bis fünf Jahre andauernder Rechtsstreit erwartet²⁰¹ – es sollte jedoch schlimmer kommen.

Mit Blick auf die HVB gingen am 22.06.2007, kurz vor der Squeeze-out-Hauptversammlung am 26./27.06.2007, Schadensersatzklagen i. H. von 17,35 Mrd. EUR beim Landgericht München I ein. Dies bildete den nächsten Höhepunkt im HVB-Übernahmekrimi. Acht mit rund 1,3 % am Grundkapital beteiligte Finanzinvestoren, vorwiegend Hedgefonds, verlangten diese Milliardenzahlung von der UNICREDIT an die HVB. Bei einem Erfolg würde sich die Abfindung pro HVB-Aktie von 38,26 EUR schlagartig um 21,62 EUR auf 59,88 EUR erhöhen. Vorstand und Aufsichtsrat der HVB hätten sich Weisungen von UNICREDIT gebeugt, obwohl diese zum Nachteil der Gesellschaft gewesen seien, begründete Rechtswalt VON ROM (Kanzlei BROICH), Vertreter der klagenden Finanzinvestoren, den mit Verweis auf § 317 AktG geforderten Nachteilsausgleich.²⁰² Davon unbeeindruckt auf der insgesamt turbulenten Hauptversammlung zeigte sich HVB-Chef SPRIßLER,²⁰³ der von der Angemessenheit der von ERNST & YOUNG ermittelten Barabfindung überzeugt war.²⁰⁴ Die Abweichungen bei der Bewertung der BA-CA beim Verkauf durch die HVB (109,81 EUR je BA-CA-Aktie) und beim bereits beschlossenen Squeeze-out bei der BA-CA (129,40 EUR je BA-CA-Aktie) seien gemäß den Erläuterungen von SPRIßLER auf Unterschiede der Bewertungssystematik zurückzuführen. In Deutschland werde der Wert *nach*, in Österreich *vor* persönlichen Einkommensteuern ermittelt. Wichtig seien auch abweichende Bewertungsstichtage (30.08.2006 versus 03.05.2007), die zwischenzeitliche Erweiterung des Geschäftsmodells sowie geänderte Marktparameter, etwa die Wachstumsrate. Diese Argumente überzeugten die HVB-Kleinaktionäre nicht. Bestärkt durch den Teilerfolg vor dem Landgericht München I im Mai und einer bereinigten Gewinnsteigerung von über 30 % im ersten Quartal 2007, galt das juristische Nachspiel zur Klärung von Bewertungsfragen im Spruchverfahren somit als sicher.²⁰⁵ Darüber hinaus wurde ausschließlich mit den Stimmen der HVB-Kleinaktionäre²⁰⁶ die Bestellung von Rechtsanwalt THOMAS HEIDEL (Kanzlei MEILIKE HOFFMANN & PARTNER) als sog. *Besonderer Vertreter* (§ 147 Abs. 1 AktG), der ähnliche Rechte wie ein Sonderprüfer (§ 142 AktG) besitzt,²⁰⁷ be-

¹⁹⁹ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 25.05.2007, S. 5.

²⁰⁰ Vgl. FAZ vom 25.05.2007, S. 16.

²⁰¹ Vgl. HÖLLER, WirtschaftsBlatt vom 25.05.2007, S. 2.

²⁰² Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 23.06.2007, S. 5.

²⁰³ Vgl. FAZ vom 27.06.2007, S. 20.

²⁰⁴ Der gewichtete Durchschnittsbörsenkurs je HVB-Aktie im Drei-Monats-Zeitraum vor dem 23.01.2007 lag mit 33,88 EUR unter dem anteiligen „objektivierten“ Unternehmenswert.

²⁰⁵ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 27.06.2007, S. 4.

²⁰⁶ Die Mehrheit für die Ernennung des „Besonderen Vertreters“ kam somit nur zustande, weil die Stimmen des Hauptaktionärs UNICREDIT nicht mitgerechnet wurden.

²⁰⁷ Er hat die Möglichkeit, Vorstände und Aufsichtsräte direkt zu befragen und sich eine Vielzahl von Informationen zu beschaffen – auch aus dem E-Mail-Verkehr des Vorstands. Versuche der HVB, HEIDEL loszuwerden, scheiterten zunächst.

geschlossen. Die Aufgabe dieses Interessenvertreters der Minderheitsaktionäre sollte sein, die erhobenen Schadenersatzforderungen zu überprüfen, insbesondere zu erklären, ob es angesichts des BCA zwischen HVB und UNICREDIT und des Verzichtes auf ein Auktionsverfahren zu Gunsten eines konzerninternen Verkaufs der HVB-Beteiligungen zu einem Vermögensschaden gekommen sei, dessen Ausgleich der HVB zustehen würde.²⁰⁸ Doch nach Wirksamkeit des Squeeze-out ging die Alleingesellschafterin UNICREDIT gegen den „Besonderen Vertreter“ vor und bewirkte nach etlichen Diskursen bezüglich der Vorgehensweise von HEIDEL²⁰⁹ in letzter Instanz mit dem „Einmann-AG“-Beschluss des BGH dessen Absetzung.²¹⁰

Unzufrieden waren auch die Kleinaktionäre der BA-CA. Gegen den Squeeze-out-Beschluss waren vier Anfechtungsklagen eingebracht worden,²¹¹ deutlich weniger als die 125 Anfechtungsklagen gegen den Squeeze-out-Beschluss bei der HVB. Derweil hatte das MANAGER MAGAZIN unter dem Titel „Schlaflos in München“ Geheimdokumente veröffentlicht, die belegen sollten, dass der Vorstand der HVB seinen Aufsichtsrat über den Verkauf der BA-CA nicht ausreichend informiert hatte.²¹² Aus den internen Unterlagen ging u. a. hervor, dass HVB-Kontrolleure, vor allem die Arbeitnehmervertreter, die der HVB-Übernahme teilweise sehr kritisch gegenüber standen, mehrfach ein öffentliches Auktionsverfahren im Kontext des BA-CA-Verkaufes gefordert hatten, um einen bestmöglichen Erlös zu erzielen. Eine Auktion hatte es schließlich nicht gegeben, die HVB legte den Preis auf Grund von Gutachten fest. Hier wollten die Kontrolleure wissen, ob die Angemessenheit des Verkaufspreises wenigstens ausreichend von neutralen Gutachtern überprüft worden sei. Zwar bejahte SPRIBLER dies mit Verweis auf ein Bewertungsgutachten und eine „Fairness Opinion“, doch wurde die von der CITIGROUP erarbeitete „Fairness Opinion“ nach Recherchen von HEIDEL, der zu jener Zeit als „Besonderer Vertreter“ noch aktiv war, nicht vorgelegt. Brisant war die Sache, weil das CITIGROUP-Gutachten einen expliziten Hinweis darauf enthielt, dass nicht geprüft worden sei, ob der Erwerber für die BA-CA-Anteile eine Kontrollprämie zahlen müsste. Ein solcher Zuschlag für einen Mehrheitserwerb wäre beim Verkauf auf dem freien Markt womöglich entrichtet worden und hätte dementsprechend den Preis des Aktienpakets in die Höhe getrieben. Gemäß dem MANAGER-MAGAZIN-Bericht hätten Mitarbeiter der HVB-Rechtsabteilung erfolglos versucht, CITIGROUP zur Streichung dieses Passus zu bewegen. Nach Informationen des Nachrichtenmagazins DER SPIEGEL hatte eine Frankfurter Anwaltskanzlei in diesem Zusammenhang am 24.01.2008 Strafanzeige bei der Staatsanwaltschaft München gegen PROFUMO und SPRIBLER gestellt. Ihnen wurde Untreue und Prozessbetrug vorgeworfen.²¹³

Neben den sich überschlagenden Ereignissen erklärte das Landgericht München I in seiner bereits erwarteten Entscheidung am 31.01.2008 den konzerninternen Verkauf der BA-CA mitsamt ihrer Töchter von der HVB an die Konzernmutter UNICREDIT wegen Formalfehlern für nichtig.²¹⁴ Gemäß den Erläuterungen des Vorsitzenden Richters KRENEK stecke hinter den Klauseln des BCA ein „verdeckter Beherrschungsvertrag“, worüber in der Einladung zur Hauptversammlung hätte ausreichend informiert werden müssen und in der Hauptversammlung hätte abstimmen müssen.²¹⁵ Zudem sei eine Frage zum Verkaufspreis der BA-CA nicht richtig beantwortet worden. HVB-Rechtsbeistand, GERHARD WIRTH von der Kanzlei GLEISS LUTZ, bestritt die Vorwürfe, räumte aber ein, die vom Landgericht festgestellten Verfahrens-

²⁰⁸ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 28.06.2007, S. 5; FAZ vom 29.06.2007, S. 15.

²⁰⁹ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 17.08.2007, S. 4; FAZ vom 12.11.2008, S. 16.

²¹⁰ Vgl. BGH vom 12.07.2011 (II ZR 58/10). Für weitere juristische Details siehe auch JAHN, FAZ vom 24.08.2011, S. 19.

²¹¹ Vgl. WIENER ZEITUNG vom 15.11.2007, S. 27.

²¹² Vgl. MANAGER MAGAZIN vom 20.12.2007, S. 8.

²¹³ Vgl. DER SPIEGEL vom 18.02.2008, S. 72.

²¹⁴ Vgl. LG München I, Urteil vom 31.01.2008 (5 HK O 19782/06).

²¹⁵ Aus juristischer Sicht siehe etwa den Kurzkomentar von VERHOEVEN, EWIR 2008, 161.

mängel durch sog. Bestätigungsbeschlüsse auf der nächsten HVB-Hauptversammlung (am 29./30.07.2008) zu heilen, die Wirksamkeit der Übertragung bliebe davon unberührt.²¹⁶ Demgegenüber spielte im Gerichtsurteil die Angemessenheit des Verkaufspreises für die BA-CA keine Rolle. Diese Bewertungsfrage sollte erst in dem von den acht Hedgefonds angeregten Verfahren, das erstinstanzlich auch von KRENEK betreut wird, beantwortet werden. 17,35 Mrd. EUR wollen die Finanzinvestoren erstreiten. HEIDEL, der (vor seiner Absetzungen) in der Funktion als „Besonderer Vertreter“ sich als Nebenkläger der Hedgefonds-Klage anschließen und die Rückabwicklung des BA-CA-Verkaufs fordern wollte, zumindest aber weitere Schadenersatzansprüche gegen UNICREDIT i. H. von 2,98 Mrd. EUR geltend machen wollte,²¹⁷ hatte nach Rechtsauffassung der Richter seine Kompetenzen überschritten.²¹⁸ Auch hier war FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, Rechtsbeistand der UNICREDIT, in Bezug auf die bis dahin größten Schadenersatzklagen von Hedgefonds in Deutschland wegen des Verkaufs der BA-CA, gefordert.

Die mit dem *Squeeze-out-Beschluss* verbundenen Anfechtungsklagen wurden in einem gesonderten Freigabeverfahren ab dem 21.02.2008 vor dem Landgericht München I aufgegriffen. Am 24.04.2008 verkündete KRENEK, dass dem Freigabeverfahren stattgegeben werde.²¹⁹ Das Landgericht hatte sich in seiner umfangreichen Entscheidung mit zahlreichen Aspekten auseinandergesetzt, die von 125 Klägern vorgetragen worden waren. Der Squeeze-out-Beschluss sei rechtmäßig. Denn zum einen könne eine Anfechtungsklage nicht darauf gestützt werden, dass einzelne Punkte der Bewertung als Basis der Abfindung im Übertragungsbericht des Hauptaktionärs unzutreffend dargestellt seien. Es genüge, wenn der Bericht des Hauptaktionärs die Angemessenheit der Barabfindung hinreichend erläutere und begründe. Zum anderen wurde klargestellt, dass es auch dann keinen Rechtsmissbrauch beim Squeeze-out begründe, wenn eine Gesellschaft vor dem Squeeze-out-Beschluss wertvolle Vermögensgegenstände zu einem deutlich zu niedrigen Kaufpreis veräußert haben sollte, weil es dadurch zu keinem Rechtsverlust der Aktionäre komme. Der Verlust der Aktionärsstellung führe entsprechend der „Massa“-Rechtsprechung des BGH²²⁰ nicht zum Verlust der Möglichkeit, bereits rechtshängige Ansprüche aus §§ 317, 318, 309 Abs. 4 AktG weiterhin geltend zu machen. Insofern bleibe auch die Aktivlegitimation der acht Hedgefonds im Verfahren vor dem Landgericht München I (5HK O 11610/07) bestehen. Im Übrigen seien die vermögenswerten Interessen der vom Squeeze-out betroffenen Kleinaktionäre schon deshalb in vollem Umfang geschützt, als etwaige Schadenersatzansprüche in die Unternehmensbewertung im Rahmen eines eventuell folgenden Spruchverfahrens einfließen. Diese Rechtsprechung bestätigte in zweiter Instanz das OLG München²²¹, so dass der HVB-Squeeze-out-Beschluss am 15.09.2008 rechtskräftig wirksam wurde. Der letztmalig an diesem Tag festgestellte Schlusskurs lag bei 41,75 EUR je HVB-Aktie.

Die Vorgänge in Deutschland waren ein Vorgeschmack auf das, was auch in Österreich unter Beteiligung des Hedgefonds POLYGON noch bevorstand.²²² Jedenfalls im Ausgangspunkt konnte UNICREDIT – anders als in München – mit den vier BA-CA-Minderheitsaktionären über deren Anfechtungsklagen zum Squeeze-out-Beschluss Vergleiche aushandeln und eine

²¹⁶ Siehe auch FAZ vom 01.02.2008, S. 13; BÖRSEN-ZEITUNG vom 01.02.2008, S. 4.

²¹⁷ Nach Auffassung von HEIDEL sei das Investment Banking, welche die UNICREDIT im Rahmen der Reorganisation in die HVB gegen Gewährung von HVB-Anteilen eingebracht hatte, deutlich überbewertet. Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 19.07.2008, S. 5; FORMAT vom 28.03.2008, S. 38.

²¹⁸ Vgl. OLG München vom 07.10.2008 (W 1034/08).

²¹⁹ Vgl. LG München I vom 24.04.2008 (5 HK O 23244/07).

²²⁰ Vgl. BGH vom 09.10.2006 (II ZR 46/05).

²²¹ Vgl. OLG München vom 03.09.2008 (7 W 1432/08).

²²² In Österreich ist der Squeeze-out im Gesellschafter-Ausschlussgesetz (GesAusG) geregelt. Die zum Schutz der Minderheitsaktionäre vorgesehenen inhaltlichen und verfahrensrechtlichen Mechanismen gleichen denen in der BRD (siehe auch § 6 GesAusG i. V. mit §§ 225c bis 225m des österreichischen AktG)

Einigung erzielen.²²³ Die Eintragung des Squeeze-out-Beschlusses ins Wiener Firmenregister erfolgte am 21.05.2008. Damit war die Börsennotiz der BA-CA Geschichte – der Schlusskurs lag bei 142,60 EUR. Zudem zog POLYGON seine Klagen in Polen (gegen UNICREDIT, BA-CA und polnische BPH) zurück. Medienberichten zufolge hatten die Kläger – neben POLYGON noch CUBE-INVEST-Chef ALEXANDER PROSCHOFKY, PI POWER unter RUDOLF KRTINA sowie Investoren der Londoner CONVISOR – um bis zu 50 EUR je BA-CA-Aktie mehr verlangt.²²⁴ UNICREDIT gab lediglich bekannt, dass der Minderheitenausschluss statt der ursprünglichen 954 Mio. EUR für die ausstehenden Aktien am Ende rund 1 Mrd. EUR kostete.²²⁵

Der Interessenverband für Anleger (IVA) und 70 weitere Kleinaktionäre hatten unmittelbar nach Wirksamkeit des Squeeze-out-Beschlusses beim Handelsgericht Wien einen Antrag auf Überprüfung der BA-CA-Barabfindung eingebracht. Als angemessen wurde und wird mehrheitlich eine Abfindung i. H. von 170 bis 200 EUR je BA-CA-Aktie angesehen. Die IVA verlangte angesichts der „Ertragskraft der BA-CA und ihrer exzellenten Position in den Wachstumsmärkten Osteuropa und der Türkei“ sogar einen Betrag von 356,05 EUR.²²⁶ Gemäß dem weiteren Verfahrensablauf musste das Handelsgericht ein aus Fachleuten zusammengesetztes Gremium für die Durchführung eines professionellen und fairen Verfahrens, in dem Fragen der Unternehmensbewertung auf hohem fachlichen Niveau diskutiert und entschieden werden, nominieren. Das Gremium wiederum bestellt einen unabhängigen Sachverständigen für Unternehmensbewertung, der die BA-CA bewertet. Das Ziel dieses sog. *Gremialverfahrens* ist es, einen außergerichtlichen Vergleich zwischen UNICREDIT und den kritischen Aktionären zu erreichen. Fraglich war nach Ansicht von UNICREDIT jedoch, ob überhaupt das Handelsgericht Wien für das Überprüfungsverfahren zuständig sei. UNICREDIT, die ein Verfahren in Italien bevorzugte, berief sich dabei auf eine EU-Richtlinie, welche die Zuständigkeiten in der EU regelt. Laut Rechtsexperten würden Prozesse um die Frage des Gerichtsstandes – sofern sie vor dem EuGH landen – Jahre dauern.²²⁷

Ein langwieriges Procedere, dem sich POLYGON nicht aussetzen wollte. Daher hatten UNICREDIT und POLYGON sich fernab des Lichts der Öffentlichkeit auf ein *Schiedsverfahren* zur Erledigung der Sache geeinigt. Dem Vernehmen nach – eine offizielle Stellungnahmen der betreffenden Konfliktparteien gab es dazu nicht – forderte POLYGON mehr als 300 EUR je BA-CA-Aktie. Die Entscheidung, wie viel POLYGON für seine Beteiligung endgültig bekommen würde, war Sache eines dreiköpfigen Schiedsgerichts, das auch ein Gutachten einholen sollte. Bereits Anfang 2009 hatten UNICREDIT und POLYGON an der Zusammensetzung des Gremiums, das auf Englisch verhandeln sollte, gearbeitet. Zeitintensiv war vor allem die Bestellung des Vorsitzenden. POLYGON hatte Wirtschaftsprüfer WALTER PLATZER (GRANT THORNTON), UNICREDIT den Wiener Rechtsanwalt HELLWIG TORGLER ausgesucht. Als „Oberschiedsrichter“ war zunächst der Klagenfurter Uni-Professor HERBERT KOFLER im Gespräch gewesen, der jedoch verzichtete. Mangels Einigung auf einen anderen Kandidaten traf die Auswahl (wie im Schiedsvertrag vereinbart) der Präsident der Kammer der Wirtschaftstreuhänder, KLAUS HÜBNER. Seine Wahl fiel auf den in Österreich bekannten Grazer Wirtschaftsprüfer FRITZ KLEINER. Aus Juristenkreisen war zu hören, dass die Sache im Rahmen eines sog. „Fast Track“-Verfahrens innerhalb von sechs Monate erledigt sein sollte.²²⁸ Eine Wunschvorstellung, wie sich später herausstellte. Denn in diesem „deutsch-österreichischen Wirtschaftskrimi“ hatte nach einem Bericht von SPIEGEL ONLINE der Hedgefonds POLYGON

²²³ Vgl. DER STANDARD vom 30.04.2008, S. 30.

²²⁴ Vgl. GRABER, Der Standard vom 21.05.2008, S. 30.

²²⁵ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG vom 24.05.2008, S. 5.

²²⁶ Vgl. DOMFORTH, Die Presse vom 04.09.2008, S. 24.

²²⁷ Vgl. DER STANDARD vom 27.09.2008, S. 35.

²²⁸ Vgl. GRABER, Der Standard" vom 05.11.2009, S. 19.

den Ende 2012 gefällten Schiedsspruch nicht akzeptieren wollen.²²⁹ Denn die Schiedsrichter kamen zu einem für den Hedgefonds unbefriedigenden Schluss: Nach Einholung diverser Gutachten sollen die Schiedsrichter zur Ansicht gekommen sein, dass eine Squeeze-out-Abfindung von 139 EUR je BA-CA-Aktie angemessen sei. Das war zwar mehr als die ursprüngliche Abfindung von 129,40 EUR, aber zu wenig, um über die Schwelle von 144 EUR je BA-CA-Aktie zu kommen, die POLYGON und UNICREDIT in einer Schiedsklausel vereinbart hatten. Mit anderen Worten: POLYGON hätte keinen Cent mehr bekommen.

Die Schiedsrichter, die zwischen den Konfliktparteien vermitteln sollten, standen plötzlich selbst im Feuer. Denn POLYGON unterstellte eine Art Komplott der UNICREDIT unter Beteiligung der drei österreichischen Schiedsrichter. Letztere verklagte der Hedgefonds auf Schadenersatz i. H. von 3,8 Mio. EUR, was für einen Milliarden-Hedgefonds wohl eher Symbolcharakter besaß. Wie aus entsprechenden Gerichtsakten hervorging, warf POLYGON zunächst den Schiedsrichtern KLEINER, TORGLER und PLATZER vor, sich vor Beginn des Verfahrens mit UNICREDIT abgesprochen zu haben, was jedoch von den Parteien vehement bestritten wurde.²³⁰ Streit gab es zudem um die Transparenz des Verfahrens und die Auswahl der Gutachter. Bestellt wurde der renommierte Wirtschaftsprofessor ASWATH DAMODARAN von der Stern School of Business in New York, dessen Einschätzung nicht nur UNICREDIT-freundlich war, sondern der während des Schiedsverfahrens auch ein von einer UNICREDIT-Tochter als Sponsor unterstütztes Seminar in Zagreb halten durfte. Die Existenz eines weiteren Gutachtens des Wirtschaftsprofessors der Wharton Business School der University of Pennsylvania, ITAY GOLDSTEIN, der in seiner Beurteilung zu einem für POLYGON günstigen Ergebnis kam, sei POLYGON – Presseberichten zufolge²³¹ – verschwiegen worden.

POLYGON warf vor allem KLEINER ab Mai 2010 vor, kein neutraler Schiedsrichter, sondern heimlicher Interessenvertreter der UNICREDIT gewesen zu sein, weil er zur Großbank geschäftliche Beziehungen pflegte. Recht bekam POLYGON in April 2011 vom Handelsgericht Wien, das KLEINER für befangen erklärte. Vertrauliche Dokumente, die der ZEIT²³² und der WIRTSCHAFTSWOCHE²³³ vorlagen, offenbarten die umstrittene Vorgehensweise des Oberschiedsrichters. Im Zentrum des Vorwurfes standen einige E-Mails von KLEINER aus der Anfangsphase des Verfahrens. Dem Vernehmen nach wurden seinerzeit mehrere mögliche Gutachter von KLEINER angesprochen. Er habe diese zunächst lediglich um eine Einschätzung gebeten, bevor ein offizieller Auftrag erteilt wurde. KLEINER hatte nach Auffassung von POLYGON gezielt nach einem der UNICREDIT wohlgesinnten Gutachter gesucht. Die Vorab-Korrespondenz KLEINERS mit dem Gutachter lasse eine „Unvoreingenommenheit gegenüber den Parteien (...) deutlich vermissen“, befanden die Wiener Richter und attestierten KLEINER ein „äußerst bedenkliches Verhalten“. Nach seiner Abberufung wurde KLEINER durch CHRISTOPH HERBST, Rechtsanwalt und Richter am Verfassungsgerichtshof (VfGH), ersetzt, der seine Tätigkeit in September 2011 aufnahm, obgleich nach Ansicht von POLYGON das Verfahren für beendet galt. Statt das Beweisverfahren neu zu führen, baute HERBST (angeblich²³⁴) seine Entscheidung trotz der Kardinalfehler seines Vorgängers auf dessen Erkenntnissen und dem Gutachten von DAMODARAN auf. Dass der Verfassungsrichter in seinem Schiedsspruch vom Januar 2012 dennoch UNICREDIT zu einer (nie offiziell bestätigten) Nachzahlung i. H. von

²²⁹ Vgl. HESSE, SPIEGEL ONLINE vom 12.01.2014 („Hedgefonds wirft Unicredit Komplott gegen Aktionäre vor“).

²³⁰ POLYGON fühlte sich auch von seinem Vertreter PLATZER hintergangen. PLATZER soll dem Hedgefonds nahegelegt haben, einen Gutachter vorzuschlagen, auf den sich PLATZER zuvor bereits mit KLEINER verständigt hatte – ohne POLYGON darüber zu informieren.

²³¹ Vgl. KNOP, FAZ vom 16.06.2014, S. 26.

²³² Vgl. ROHWETTER, Die Zeit vom 05.06.2014, S. 30.

²³³ Vgl. WELP, WirtschaftsWoche vom 20.10.2014 S. 71.

²³⁴ Den beteiligten Konfliktparteien gewährte HERBST keine Akteneinsicht. Eine abschließende Prüfung war nicht möglich.

14 EUR veranlasste,²³⁵ war für POLYGON irrelevant. Vielmehr witterte der Hedgefonds eine große Justizverschwörung. Er beauftragte den Kölner Rechtsprofessors MARTIN HENSSLER mit einem mehr als 100-seitigen Rechtsgutachten,²³⁶ verklagte die Schiedsrichter, doch die Schadensersatzklagen²³⁷ blieben auch vor dem Obersten Gerichtshof Österreichs (OGH) ohne Erfolg. Interna wurden nicht bekannt, weil HERBST zuvor unter Berufung auf Verschwiegenheitspflichten den Ausschluss der Öffentlichkeit beantragt hatte. Auch die Beschwerde von POLYGON vor dem österreichischen Verfassungsgerichtshof, wonach das gesamte Schiedsverfahren nicht einem verfassungsmäßig gewährleisteten fairen Verfahren entsprochen habe, blieb erfolglos.²³⁸

Dass neben dem Handelsgericht Wien und dem Verfassungsgerichtshof auch die Wirtschafts- und Korruptionsstaatsanwaltschaft in Wien (WKStA) sich mit der Sache befasste, war in der öffentlichen Wahrnehmung nicht präsent.²³⁹ Im Zuge der Ermittlungen der WKStA mutmaßte deren Fachexperte ANDREAS EDER Ende 2016, dass 3,6 Mrd. EUR von der UNICREDIT bei der Unternehmensbewertung der BA-CA außer Acht gelassen worden sein. Bei diesen 3,6 Mrd. EUR sollte es sich um jenen Betrag handeln, welcher der BA-CA aus dem Verkauf der 71,03 %-Beteiligung an der polnischen Tochterbank BPH zugeflossen sei, aber angeblich im Gutachten nicht auffindbar war. Schon zuvor unterstellte POLYGON den Beteiligten in diesem Zusammenhang Untreue und Betrug. LUTZ KRUSCHWITZ, emeritierter Wirtschaftsprofessor an der Freien Universität Berlin, kam in seiner „kritischen Stellungnahme“, die POLYGON in Auftrag gegeben hatte, zu dem Schluss, dass bei der Bewertung der BA-CA wohl einige Mrd. EUR zu Lasten der Minderheitsaktionäre unterschlagen worden seien, darunter auch der Verkaufserlös der BPH.²⁴⁰ UNICREDIT wies die Anschuldigungen als inhaltslos zurück.

Im Schatten des Schiedsverfahrens konnte rund zweieinhalb Jahre nach dem Squeeze-out bei der BA-CA in Oktober 2010 das konventionelle Überprüfungsverfahren beginnen, nachdem in letzter Instanz der OGH zum Unmut von UNICREDIT entschieden hatte, dass das Handelsgericht Wien für die Rechtssache zuständig sei.²⁴¹ Zunächst kam der bestellte (und im Prozessverlauf verstorbene) Gerichtsgutachter, KARL BRUCKNER von der BDO AUSTRIA, gemäß seiner Bewertung (nach der sog. Dividend-Discount-Methode) auf einen Anteilswert der BA-CA zwischen 117,99 EUR und 122,99 EUR.²⁴² Es hieß aber auch, andere Bewertungsvarianten würden zu einem Anteilswert zwischen 135,68 EUR und 142,65 Euro führen.²⁴³ Daher berief das Gericht MARCUS BARTL, ebenfalls BDO AUSTRIA, zum Nachfolger seines verstorbenen Kollegen. Ein erstes Treffen mit dem Gremium fand schließlich im März 2014 statt, um Bewertungsfragen zu klären, die BARTL in seinen zwei Ergänzungsgutachten beleuchtete. Im Vergleich zum ursprünglichen BRUCKNER-Gutachten ermittelte BARTL – je nach zugrunde gelegter Methode – auch Werte von bis zu 170 EUR je BA-CA-Aktie. Bei seiner Bewertung spielte vor allem die Höhe der Marktrisikoprämie eine wesentliche Rolle. Derweil sollte PO-

²³⁵ Vgl. GRABER, Der Standard vom 10.11.2015 („Polygon klagt Schiedsrichter“).

²³⁶ HENSSLER war der Frage nachgegangen, ob und inwieweit sich die Mitglieder des Schiedsgerichts im Fall der BA-CA pflichtwidrig verhalten und möglicherweise strafbar gemacht haben. Sein Urteil: „Sämtlichen an dem Schiedsverfahren beteiligten Schiedsrichtern sind gravierende, mit Eventualvorsatz, zumindest aber grob fahrlässig begangene Pflichtverletzungen vorzuwerfen“. In seinem Gutachten kommt HENSSLER außerdem zu dem Schluss, dass HERBST verpflichtet gewesen wäre, das Schiedsverfahren, das sich inzwischen schon mehr als viermal so lange hinzog wie ursprünglich vereinbart, zu beenden. Zitiert nach KNOP, FAZ vom 16.06.2014, S. 26.

²³⁷ Vgl. DER STANDARD vom 07.06.2016, S. 16.

²³⁸ Vgl. GRABER, Der Standard vom 19.07.2017, S. 15.

²³⁹ Vgl. KRAMER, trend vom 07.04.2017, S. 22 f.; HESSE, Spiegel Online vom 08.03.2017 („UniCredit droht Millionenforderung“).

²⁴⁰ Vgl. KNOP, FAZ vom 16.06.2014, S. 26.

²⁴¹ Vgl. KREUZER, WirtschaftsBlatt vom 19.10.2010, S. 13.

²⁴² Vgl. KREUZER, WirtschaftsBlatt vom 09.12.2011, S. 21.

²⁴³ Vgl. GRABER, Der Standard vom 03.01.2013, S. 17.

LYGON dem Vernehmen nach einen Zuschlag i. H. von 19,50 EUR je BA-CA-Aktie bewirkt haben. Dieser Betrag sollte nach Ansicht der übrigen Kleinaktionäre mit Verweis auf das BARTL-Gutachten jedenfalls als Mindestzuschlag herangezogen werden.²⁴⁴ Betroffen von dem Squeeze-out sind 5,2 % der Aktionäre, was 10,5 Mio. Aktien entspricht. Das würde eine Nachzahlung von rund 204 Mio. EUR bedeuten.

So turbulent es auf den Nebenkriegsschauplätzen der Causa zugeht, so wenig tat sich im eigentlichen Abfindungsverfahren. Mehr als zehn Jahre nach dem Squeeze-out und rund sechs Jahre nach dem Ende des Schiedsverfahrens geht in Österreich der Diskurs um die Unternehmensbewertung der BA-CA weiter. Währenddessen hatte KRENEK im laufenden Spruchverfahren am 04.09.2014 einen weiteren Beweisbeschluss erlassen. In dem zwölfseitigen Schreiben beauftragte er die mit Beschluss vom 19.05.2011 berufenen Sachverständigen, CHRISTIAN ADERS und ANDREAS CREUTZMANN, u. a. die Frage zu klären, was die BA-CA am 25.10.2006 wert war.

Mit Datum vom 02.10.2017 haben die vorgenannten Gerichtsgutachter ihre Bewertungsergebnisse in einer dem Umfang nach beachtlichen Gutachterlichen Stellungnahme vorgelegt (Band 1 sowie Band 2 in zwei Teilen, insgesamt mehr als 1.000 Seiten). Die gerichtlichen Sachverständigen kommen bei einer kumulierten Betrachtung aller Werteffekte zu einem Wert je HVB-Aktie i. H. von 41,55 EUR. Die kumulierte Wertabweichung beträgt damit 3,29 EUR je HVB-Aktie bzw. 8,6 % im Vergleich zum Wert je HVB-Aktie gemäß ERNST & YOUNG i. H. von 38,26 EUR. Die größten *positiven* Werteffekte je HVB-Aktie im Vergleich zur ERNST & YOUNG-Bewertung gehen auf die Reduktion des Betafaktors (+ 1,46 EUR) sowie auf die Neubewertung der BA-CA (+ 1,93 EUR) zurück. Im Lichte dessen lässt sich der jüngste Vorwurf von KRUSCHWITZ, ERNST & YOUNG habe den Erlös aus dem Verkauf der BA-CA-Mehrheit bei der HVB-Unternehmensbewertung nur mit knapp 500 Mio. EUR angesetzt und damit 12 Mrd. EUR unberücksichtigt gelassen,²⁴⁵ aus den Unterlagen der Gerichtsgutachter *prima facie* nicht nachvollziehen.

In diesem Kontext erscheint jedoch eine andere Feststellung der gerichtlich bestellten Sachverständigen von Bedeutung. Sie erachten die „objektivierte“ Unternehmensbewertung nach IDW S 1, die seinerzeit PwC durchgeführt hatte, um den BA-CA-Unternehmenswert zu bestimmen – konzeptionell für nicht sachgerecht um Verkehrswerte zu ermitteln.²⁴⁶ Es sei nicht die Zielsetzung einer „objektivierten“ Wertermittlung einen Transaktionspreis (Verkehrswert) im gewöhnlichen Geschäftsverkehr zu ermitteln. Die Ermittlung eines angemessenen Veräußerungspreises für die BA-CA erfordere die Ermittlung eines – im Regelfall auch die „echten“ Synergien oder Kontrollprämien berücksichtigenden – Verkehrswertes. Doch weisen die Gerichtsgutachter an späterer Stelle darauf hin, dass die von PwC zugrunde gelegte BA-CA-Planungsrechnung „Kontroll-Synergien“, mithin der Kaufpreis je BA-CA-Aktie i. H. von 109,81 EUR – je nach Referenzbörsenkurs – eine (Gesamt-)Kontrollprämie in einer Bandbreite zwischen 6,7 % und 16,9 % enthält. Gemessen an der Bandbreite durchschnittlich vergüteter Kontrollprämien von 18,5 % bis 22,9 % bei „vergleichbaren“ Mehrheitstransaktionen im europäischen Finanzdienstleistungssektor im Zeitraum vom 01.01.2004 bis zum 25.10.2006 läge die von UNICREDIT entrichtete Kontrollprämie zwar darunter, sie sei aber noch vertretbar.²⁴⁷ Weiter heißt es: Es sei jedoch eine vom Gericht zu beantwortende *Rechtsfrage*, ob der von PwC ermittelte „objektivierte“ Unternehmenswert einem Fremdvergleich – i. S. der bestmöglichen Verwertung [Anmerkung des Autors] – standhalten würde, also ob er noch innerhalb der Preis- oder Wertbandbreite liegt, den die HVB bei einer vergleichbaren Trans-

²⁴⁴ Vgl. SCHNEID, DIE PRESSE vom 06.03.2014, S. 18.

²⁴⁵ Vgl. SMOLKA/PILLER, FAZ vom 05.12.2017, S. 26.

²⁴⁶ Vgl. ADERS/CREUTZMANN, HVB-Gutachten Band 2 (Teil 1), Tz. 21 ff. [Unveröffentlichtes Dokument]

²⁴⁷ Ebenda, Tz. 1094 ff.

aktion von einem unabhängigen Dritten für deren Mehrheitsbeteiligung an der BA-CA fordern würde („*Dealing at arm's length*“ i. S. des § 1 Abs. 1 AStG). Es dürfte vor diesem Hintergrund das wichtige Anliegen des Prozessbevollmächtigten der UNICREDIT, FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, sein, zu belegen, dass die im Rahmen dieser „related party transaction“ im „objektivierten“ BA-CA-Unternehmenswert eingepreisten Netto-Synergieeffekte dem Fremdvergleichsgrundsatz und damit den Anforderungen an marktkonforme Kontrollprämien i. S. der Business Judgement Rule nach § 93 Abs. 1 AktG genügen.²⁴⁸ Die Beteiligten konnten zum Gutachten der Sachverständigen bis zum 16.03.2018 Stellung nehmen, wobei eine Fristverlängerung beantragt wurde. Eine Entscheidung dürfte frühestens zum Jahresende ergehen. Insofern bleibt mit großer Spannung die weitere Entwicklung abzuwarten.

Formell haben die Verfahren in Deutschland und in Österreich nichts miteinander zu tun – doch die Juristen im Nachbarland dürften sehr interessiert auf die aktuellen Fortschritte schauen.



²⁴⁸ Nach CAHN/DECHER, DZ 2015, S. 476, sind Übernahmen „typischerweise durch das Streben nach synergiebedingten Wertsteigerungen motiviert. Derartige Wertsteigerungen in Gestalt einer Steigerung des Börsenkurses und/oder des Ertragswerts im Rahmen der Integration kommen auch der Zielgesellschaft und ihren außenstehenden Anteilseignern zugute und überkompensieren regelmäßig etwaige erwerbsbedingte Nachteile“.

V. Abschließende Anmerkungen

Aktive Finanzinvestoren sind Engel und Teufel zugleich. Vor allem Hedgefonds stehen häufig in der Kritik. Ein zentraler Aspekt ist ihr zunehmender Einfluss auf die Unternehmensführung. Sie sind lediglich an kurzfristigen Kursgewinnen interessiert und versuchen, einen Strategiewechsel und andere Kurssteigerungen verheißende Maßnahmen durchzusetzen, lautet der wiederkehrende Vorwurf. Doch wird dabei gewöhnlich ignoriert, dass das Auftreten von Hedgefonds regelmäßig die Folge, nicht aber die Ursache einer in der Vergangenheit konstataren schwachen Unternehmensführung ist. Im Lichte dessen ist das Ziel von Finanz- oder strategischen Investoren regelmäßig, in einem Übernahmeprozess möglichst kurzfristig die vollständige Kontrolle – spätestens im Wege eines Squeeze-out – über die Zielgesellschaft zu erlangen und deren (Wertsteigerungs-)Potential auszuschöpfen. Dass Hedgefonds in Übernahmesituationen in Erwartung des beabsichtigten Zwangsausschlusses kein langfristiges Unternehmensinteresse, sondern kurzfristige Renditeziele verfolgen, dürfte insoweit naheliegen.

Selbst wenn der Bieter den Übernahmepreis im Rahmen eines Kontrollerwerbes nicht erhöht, steht er anschließend gewöhnlich vor der Aufgabe, die Zielgesellschaft im Wege eines abfindungspflichtigen BGAV rechtlich in seine Unternehmensgruppe zu integrieren. Vor diesem Hintergrund wurde in diesem Beitrag erstmals und eingehend in einer *fallstudienorientierten* Darstellungsweise die Effizienz des deutschen Minderheitenschutzes in Übernahmesituationen unter Beteiligung von Hedgefonds untersucht. Die zur Abfindungsbemessung durch Wirtschaftsprüfer zugrunde gelegten Bewertungsgrundsätze stellen dabei das schwächste Glied dar. Gleichwohl kann *einzelfallbezogen* auf eine Unternehmensbewertung durch „neutrale“ Wirtschaftsprüfer verzichtet werden, weil die aktive Rolle von Hedgefonds, die regelmäßig analog zum Bieter Parteigutachten in Auftrag geben, den Preisbildungsprozess am Kapitalmarkt positiv beeinflusst. Hedgefonds werden insbesondere dann tätig, wenn sie bei einer Zielgesellschaft eine Unterbewertung am Kapitalmarkt feststellen. Gelingt es ihnen in der Folgezeit einen höheren (Einigungs-)Preis zu erzielen, profitieren davon gewöhnlich auch andere, eher passive Kleinaktionäre.

Insofern bedarf es nach hier vertretener Ansicht in einer *dominierten Konfliktsituation* keiner (zusätzlichen) kostspieligen Unternehmensbewertung in gerichtlichen Verfahren, wenn zuvor zwischen Bieter und späterem Hauptaktionär und einem einflussreichen Hedgefonds, der quasi als Interessensvertreter sämtlicher Minderheitsaktionäre fungiert, eine Einigung im Hinblick auf die Abfindungshöhe erzielt wird. Der vereinbarte Preis dürfte als fair gelten, wenn die Zielgesellschaft *im Vorfeld* des Übernahmeangebotes – wie etwa im Fall STADA –

- eine breite Aktionärsbasis besitzt, d. h. vor der Übernahme kein kontrollierender Großaktionär existiert, der seine Anteile unmittelbar an den Bieter veräußert,
- die Aktie der Zielgesellschaft eine hohe Liquidität aufweist und
- die wesentlichen Informationen über die Zielgesellschaft öffentlich zugänglich sind.

Ein Hedgefonds hat unter diesen Voraussetzungen die Möglichkeit, ein beachtliches Aktienpaket aufzubauen, wenn der vom Bieter angebotene Übernahmepreis als ökonomisch unangemessen bzw. die Zielgesellschaft als unterbewertet eingestuft wird. Es findet dann eine Wettbewerbs- bzw. Verhandlungssituation unter voneinander unabhängigen Dritten („at arm's length“) statt, weil beide Konfliktparteien für ihre jeweiligen Zwecke bestrebt sind, am Kapitalmarkt die benötigte Beteiligungsquote zu erwerben. Die (*vollständige*) Übernahme gelingt offensichtlich nur, wenn der Bieter durch sein Angebot nicht nur die Aktien der Kleinaktionäre, sondern auch das Paket eines oder mehrerer Hedgefonds erwirbt, um etwa einen BGAV abschließen zu können. Hedgefonds stehen wiederum vor der Frage, welchen Preis sie maximal verlangen können, ohne den Erfolg der Übernahme oder einer späteren Strukturmaßnah-

me und infolgedessen den materiellen Verlust auf ihren Kapitaleinsatz zu riskieren. Gelingt trotz dieser spieltheoretischen Überlegungen zwar der Abschluss eines BGAV oder ein Squeeze-out, aber keine Einigung zwischen den in Rede stehenden Parteien hinsichtlich eines „fairen“ Preises, bleibt nur der Weg in ein Spruchverfahren, wie in den Fällen KABEL DEUTSCHLAND und HVB. Es ist dann die Aufgabe eines Richters, einen Einigungspreis i. S. der fundierten Bewertungslehre auf der Grundlage von Parteivorträgen und/oder Gerichtsgutachten zu simulieren.

Da das Auftreten von Hedgefonds in Übernahmesituationen in den nächsten Jahren auch in Deutschland weiter zunehmen dürfte, sollten sich Vorstände und Aufsichtsräte mit diesen Marktakteuren unvoreingenommen und *auf Augenhöhe* auseinandersetzen.²⁴⁹ Schließlich verfolgen Hedgefonds legitime Interessen und nehmen ihre Aktionärsrechte wahr. Sie sind strikt von den sog. räuberischen Aktionären abzugrenzen – wie selbst ein wichtiger Vertreter deutscher Großkonzerne, das DEUTSCHE AKTIENINSTITUT (DAI), in einer Studie konstatiert²⁵⁰ –, wengleich ebenfalls in dieser Investorengruppe Ausreißer aufzuspüren sind.²⁵¹



²⁴⁹ Vgl. LÖFFLER, FAZ vom 10.11.2017, S. 25.

²⁵⁰ Vgl. DAI, Fairness Opinions (2012), S. 17.

²⁵¹ Siehe die Differenzierung bei MÜLBERT, ZHR 2018, 105 ff.