

Betriebs Berater

39 | 2022

ESG/M&A ... Business Judgement Rule ... Grundsteuer ... Nichterreichbarkeit ... Recht ...

26.9.2022 | 77. Jg.
Seiten 2177–2240

DIE ERSTE SEITE

Prof. Dr. Christoph Schalast, RA/Notar

Eckpunkte für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz:
Neustart für Start-up-Deutschland?

WIRTSCHAFTSRECHT

Dr. Christoph Louven, RA

ESG: Der Umgang mit Chancen und Risiken beim Unternehmenskauf | 2178

STEUERRECHT

Patrick Bernd Findeis, StB

Die neue Grundsteuer – neue Pflichten am Jahresanfang | 2200

BILANZRECHT UND BETRIEBSWIRTSCHAFT

Susann Ihlau, WP/StB, und **Nils Enneken**

Anforderungen aus Sorgfaltspflichten der Business Judgement Rule im Rahmen
von Unternehmenstransaktionen | 2219

ARBEITSRECHT

Vanessa Dorothea Dohrmann, LL.M.

Das Recht auf Nichterreichbarkeit – Notwendigkeit und Gestaltungsoptionen | 2228

Ronja May

Die Arbeitsbedingungenrichtlinie (EU) 2019/1152 und ihre Auswirkungen
auf Kündigungen und Abrufarbeit – Praxisrelevante Neuerungen und
mögliche Unsicherheiten | 2232

Susann Ihlau, WP/StB, und Nils Enneken

Anforderungen aus Sorgfaltspflichten der Business Judgement Rule im Rahmen von Unternehmenstransaktionen

Im Rahmen von Unternehmenstransaktionen haben Vorstände und Geschäftsführer die Sorgfaltspflichten der Business Judgement Rule zu erfüllen. Inwieweit diese Erfordernisse eingehalten wurden, ist im Nachhinein häufig Gegenstand gerichtlicher Entscheidungen. Umso wichtiger ist es für die handelnden Organe, die entsprechenden Anforderungen, insbesondere an die Due Diligence und Bewertungen, im Transaktionsprozess zum Zeitpunkt der Transaktion zu kennen. Im nachfolgenden Beitrag werden zunächst die Sorgfaltspflichten aus der Business Judgement Rule dargestellt. Anschließend werden die Anforderungen an die wirtschaftliche Betrachtung in den einzelnen Phasen des Transaktionsprozesses (Due Diligence, Bewertung, Share Purchase Agreement) thematisiert.

I. Einleitung

Unternehmerische Entscheidungen, wie z. B. Investitionen und Unternehmenstransaktionen, sind mit Risiken verbunden. Aufgrund der Unvorhersehbarkeit der Zukunft und der damit verbundenen Möglichkeit von fehlschlagenden unternehmerischen Entscheidungen hat der BGH in seinem Urteil vom 21.4.1997 entschieden, dass Unternehmensleitern ein gewisser Spielraum hinsichtlich ihrer unternehmerischen Entscheidungen einzuräumen ist.¹ Mit dem „Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG)“ vom 22.9.2005² wurde die höchstrichterliche Rechtsprechung durch den neu geschaffenen § 93 Abs. 1 S. 2 AktG gesetzlich verankert.

Die sich hieraus ergebene Business Judgement Rule regelt die Schadensersatzträchtige Pflichtverletzung von Vorständen. Demnach liegt eine Pflichtverletzung gem. § 93 Abs. 1 S. 2 AktG nicht vor, „wenn das Vorstandsmitglied bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln.“ Bei der Business Judgement Rule handelt es sich um eine Sorgfaltspflicht und nicht um eine Erfolgshaftung.

In der Praxis erfolgen die Abwägung und die Beurteilung der angemessenen Information durch den Vorstand. Die Bereitstellung der angemessenen Information kann sowohl intern als auch extern mit Hilfe von Beratern und Wirtschaftsprüfern erfolgen.³

Nach der Rechtsprechung des BGH ist die Business Judgement Rule auch auf den GmbH-Geschäftsführer sowie auf alle Formen unternehmerischer Betätigung analog anwendbar.⁴

Trotz einer Vielzahl von gerichtlichen Urteilen⁵ kommt es immer wieder zu gerichtlichen Auseinandersetzungen, die sich mit den Anforderungen an die Sorgfaltspflichten aus der Business Judgement Rule im Rahmen von Unternehmenstransaktionen beschäftigen.

II. Sorgfaltspflichten aus der Business Judgement Rule

Das Handeln des Vorstands wird unabhängig vom potenziellen Schadensausmaß grundsätzlich als rechtmäßig angesehen, wenn die nachfolgend dargestellten fünf Tatbestandsmerkmale des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG kumulativ erfüllt sind.⁶

Eine *unternehmerische Entscheidung* ist entsprechend der Gesetzesbegründung durch Zukunftsbezogenheit und nicht justiziable Einschätzungen geprägt.⁷ Wirtschaftlich gesehen liegt eine unternehmerische Entscheidung vor, wenn der Vorstand zwischen mindestens zwei rechtlich zulässigen Handlungsalternativen entscheiden kann, die durch ihren Zukunftsbezug jeweils mit Risiken verbunden sind.⁸

Die Grundlage der Entscheidungen soll auf *angemessenen Informationen* basieren. Daher verlangt der Gesetzgeber eine ausreichende Tatsachengrundlage. Nach Ansicht des BGH sollen grundsätzlich alle in der konkreten Entscheidungssituation verfügbaren Informationsquellen tatsächlicher und rechtlicher Art ausgeschöpft werden. Nur anhand vollumfänglicher Informationen können die Vor- und Nachteile der Handlungsalternativen abgeschätzt und erkennbare Risiken berücksichtigt werden. Der BGH stellt jedoch einschränkend klar, dass der Faktor Zeit und eine Kosten-Nutzen-Abwägung von weiteren Informationen relevant ist, um eine ausreichende Informationsbasis zu erhalten. Diese Abwägung ist je nach Bedeutung der Entscheidung zwingend erforderlich.⁹ Es wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass der Mut zum unternehmerischen Risiko nicht genommen werden soll. Auch weiterhin sollen Vorstandsmitglieder Instinkt, Erfahrungen und Gefühle für die Märkte in ihre Entscheidungen einbeziehen. Unbesonnenheit und Leichtsinn auf Kosten der Kapitalgeber und Arbeitnehmer sollen jedoch vermieden werden.¹⁰

Der Vorstand muss annehmen können, *zum Wohle der Gesellschaft* zu handeln. Hierunter wird die langfristige Steigerung der Ertrags- und Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens und seiner Produkte bzw. Dienstleistungen verstanden.¹¹ Hierzu darf der Vorstand jedoch kein übergroßes Risiko eingehen, das die Existenz der Gesellschaft gefähr-

1 Vgl. BGH, 21.4.1997 – II ZR 175/95, BB 1997, 1169, NJW 1997, 1926–1928.

2 Vgl. Deutscher Bundestag, Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) vom 22.9.2005, BGBl. I 2005, 2802.

3 Vgl. Begründung Regierungsentwurf UMAG, BT-Drs.15/5092, 12.

4 Vgl. BGH, 4.11.2002 – II ZR 224/00, BB 2003, 273.

5 Vgl. bspw. OLG Frankfurt a. M., 7.12.2010 – 5 U 29/10, BB-Entscheidungsreport Krause, BB 2011, 403.

6 Vgl. Begründung Regierungsentwurf UMAG, BT-Drs.15/5092, 11.

7 Vgl. Begründung Regierungsentwurf UMAG, BT-Drs.15/5092, 11.

8 Vgl. Gleißner, Grundlagen des Risikomanagements, 3. Aufl. 2017, S. 17.

9 Vgl. BGH, 10.2.2022 – 3 StR 329/21, CB 2022, 162.

10 Vgl. Begründung Regierungsentwurf UMAG, BT-Drs.15/5092, 11 f.

11 Vgl. Begründung Regierungsentwurf UMAG, BT-Drs.15/5092, 11.

den könnte.¹² Aus ökonomischer Sicht kann das Eingehen existenzbedrohlicher Risiken – z. B. bei Start-up-Unternehmen – jedoch zum Wohle der Gesellschaft beitragen bzw. angenommen werden. Vor diesem Hintergrund ist eine differenzierte Einzelfallbetrachtung des Risikos und des Unternehmens notwendig.¹³

Der Vorstand ist unmittelbar gegenüber der Gesellschaft verpflichtet und nicht gegenüber deren Aktionären. Durch die immanenten Interessenkonflikte verfügt der Vorstand bei der Auswahl seiner Entscheidungsalternativen über einen Beurteilungsspielraum.¹⁴

Ein Handeln zum Wohle der Gesellschaft ist zu verneinen, wenn das mit der Entscheidung verbundene Risiko in völlig unverantwortlicher Weise falsch beurteilt wurde.¹⁵ Aufgrund der Beweislast des Vorstands im Streitfall ist eine prägnante, korrekte und nachvollziehbare Dokumentation unabdingbar. Nur so kann auch im Nachhinein dargelegt werden, dass zum damaligen Zeitpunkt davon ausgegangen werden konnte, dass die Transaktionsentscheidung auf Basis angemessener Informationen zum Wohle der Gesellschaft erfolgte.

Das Handeln des Vorstands muss *unabhängig* von Interessenskonflikten, Fremdeinflüssen und ohne unmittelbaren Eigennutzen sein. Der Vorstand muss demnach unabhängig und unbefangen entscheiden.¹⁶

Des Weiteren muss das Vorstandsmitglied ex ante betrachtet *im guten Glauben* zum Gesellschaftswohl auf Grundlage angemessener Informationen gehandelt haben.¹⁷

III. Berücksichtigung der Sorgfaltspflichten im Rahmen des Transaktionsprozesses

Im Folgenden wird beispielhaft ein Unternehmenskauf als Unternehmenstransaktion betrachtet. Grundsätzlich ist das Vorgehen analog auf Spin offs, Unternehmensverkäufe etc. anzuwenden. Bei Unternehmenstransaktionen handelt es sich i. d. R. um unternehmerische Entscheidungen, da mehrere risikobehaftete rechtlich zulässige Handlungsalternativen vorliegen. Der Vorstand entscheidet sich bewusst für oder gegen die Durchführung der Transaktion.

Diese Entscheidung muss auf der Grundlage angemessener Informationen (Betrachtung des potenziellen Gesamtunternehmens vs. des eigenen Unternehmens) zum Wohle der Gesellschaft getroffen werden. Im Folgenden werden die hieraus resultierenden Anforderungen im Transaktionsprozess für Due Diligence, Bewertung und Share Purchase Agreement (SPA) dargestellt.

1. Anforderungen an die Due Diligence

Die Due Diligence hat sich als fester Bestandteil im Rahmen von Unternehmenstransaktionen etabliert. Das Ziel einer Due Diligence ist es, Informationsasymmetrien zwischen den beteiligten Unternehmen/Personen abzubauen.¹⁸ Die Due Diligence umfasst Aktivitäten der Informationsbeschaffung, Analyse und Prüfung, welche zur Informationsversorgung der Entscheidungsträger durchgeführt werden. Durch die verbesserte Informationsgrundlage, die vor allem die Offenlegung von potenziellen Chancen und Gefahren im Zielunternehmen umfasst, soll eine bessere Entscheidungsgrundlage für die Entscheidungsträger erreicht werden.¹⁹ Allerdings ist zu beachten, dass die Durchführung einer Due Diligence des Zielunternehmens i. S. d. Business

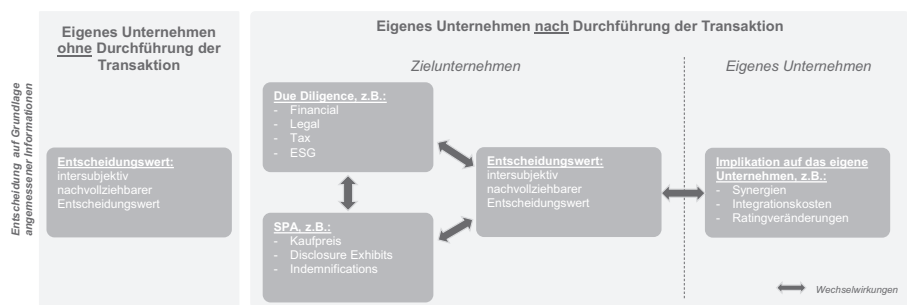


Abbildung 1: Entscheidung auf Grundlage angemessener Informationen (Quelle: eigene Darstellung)

Judgement Rule unzureichend ist, da die Auswirkung der Transaktion auf das Risikoprofil des potenziellen Gesamtunternehmens betrachtet werden muss. Daher müssen die ermittelten Risiken des Zielunternehmens in einem zweiten Schritt mit dem eigenen Unternehmen in Verbindung gebracht werden, um das Risikoprofil des potenziellen Gesamtunternehmens zu bestimmen. Die Due Diligence bildet daher lediglich die Ausgangsbasis zur Bestimmung des Ertrag-Risiko-Profiles.²⁰ In Theorie und Praxis wurde eine Vielzahl von möglichen Formen der Due Diligence entwickelt. Als Standard haben sich die Financial, Legal und Tax Due Diligence etabliert, die unabhängig von den spezifischen Gegebenheiten des Transaktionsobjekts durchgeführt werden sollten.²¹ Je nach Transaktionsobjekt ist die Durchführung weiterer Formen der Due Diligence erforderlich, um eine angemessene Informationsgrundlage zu schaffen.

Bei der *Financial Due Diligence* werden sowohl die historische als auch die geplante Ertrags-, Vermögen- und Finanzlage des Unternehmens analysiert.²² Bei der Vergangenheitsanalyse werden u. a. die aus dem Jahresabschluss abgeleitete Profitabilität um einmalige, nicht wiederkehrende Erträge und Aufwendungen bereinigt und einzelne Vermögenswerte auf ihre Werthaltigkeit hin analysiert. Des Weiteren erfolgen Analysen zum Working Capital und der Nettofinanzverschuldung.²³ Zunehmend sind auch das Current Trading und der Businessplan Gegenstand der Untersuchungen. In diesem Zusammenhang wird häufig ein nachhaltiger Free Cashflow ermittelt, der vor allem für die Bewertung von Bedeutung ist.

Bei der *Legal Due Diligence* werden die rechtlichen Verhältnisse der Gesellschaft betrachtet. Ziel der Buy-Side Legal Due Diligence ist es, belastbare Aussagen über offene und verborgene Risiken vornehmen zu können und potenzielle Fortführungsrisiken zu entdecken. Hierzu werden u. a. die gesellschaftsrechtliche Struktur des Zielunternehmens, wesentliche Verträge, Rechtsstreitigkeiten und Vermögensgegenstände, wie z. B. gewerbliche Schutzrechte, auf potenzielle Risiken untersucht.²⁴

Ziel der *Tax Due Diligence* ist die Identifizierung steuerrechtlicher Risiken. Im Bereich der Buy-Side Tax Due Diligence erfolgt zum einen

12 Vgl. BGH, 21.4.1997 – II ZR 175/95, BB 1997, 1169, NJW 1997, 1926–1928.

13 Vgl. Schäfer/Zeller, BB 2009, 1706–1711.

14 Vgl. Spindler, in: Goette/Habersack (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 5. Aufl. 2019, § 93 AktG, Rn. 53–54.

15 Vgl. BGH, 10.2.2022 – 3 StR 329/21, CB 2022, 162.

16 Vgl. Begründung Regierungsentwurf UMAG, BT-Drs. 15/5092, 11.

17 Vgl. Begründung Regierungsentwurf UMAG, BT-Drs. 15/5092, 11.

18 Vgl. Pomp, Praxishandbuch Financial Due Diligence, 2015, S. 9.

19 Vgl. Berens/Knauer/Strauch, in: Berens u. a. (Hrsg.), Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 8. Aufl. 2019, S. 3–14.

20 Vgl. Gleißner, Der Aufsichtsrat 2017, 54–57.

21 Vgl. Berens/Knauer/Strauch, in: Berens u. a. (Hrsg.), Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 8. Aufl. 2019, S. 3–14.

22 Vgl. Pomp, Praxishandbuch Financial Due Diligence, 2015, S. 25.

23 Vgl. Pomp, Praxishandbuch Financial Due Diligence, 2015, S. 25 ff.

24 Vgl. Hörtnagl/Zwimer, in: Hettler/Stratz/Hörtnagl (Hrsg.), Beck'sches Mandatshandbuch Unternehmenskauf, 2. Aufl. 2013, Rn. 149–153.

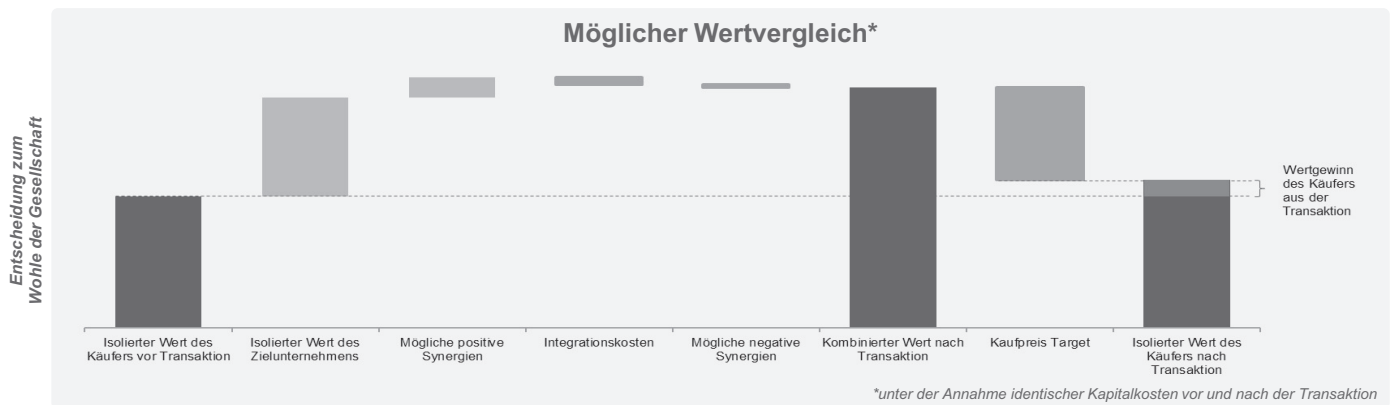


Abbildung 2: Entscheidung zum Wohle der Gesellschaft (Quelle: eigene Darstellung)

eine Rückwärtsbetrachtung, da durch die Unternehmenstransaktion grundsätzlich auch steuerliche Risiken aus der Vergangenheit übernommen werden. Des Weiteren können wichtige Informationen bezüglich einer möglichen Struktur des Erwerbs dargestellt werden, um die Transaktion möglichst steuereffizient zu gestalten.²⁵

Darüber hinaus können abhängig vom Tätigkeitsbereich des Zielunternehmens und der Relevanz der Transaktion weitere Due-Diligence-Aspekte von Bedeutung sein. Beispiele hierfür sind u. a. die Technical Due Diligence im Bereich produzierender Unternehmen, die HR und die Environmental Due Diligence.²⁶ Zunehmend relevant werden die Commercial, die IT und die ESG Due Diligence. Je nach Bedeutung der Transaktion ist der jeweilige Umfang der Due Diligence angemessen zu definieren. Es kann bspw. ausreichend sein, einzelne Themenbereiche ausschließlich auf sog. Dealbreaker zu untersuchen. In der Praxis werden oftmals transaktionserfahrene Wirtschaftsprüfer, externe Rechtsanwälte und Berater hinzugezogen.

2. Anforderungen an die Bewertung

Nachdem die einzelnen Risiken des Zielunternehmens mittels verschiedener Formen der Due Diligence identifiziert wurden, müssen die finanziellen Auswirkungen der Risiken auf das Risikoprofil des potenziellen Gesamtunternehmens, d. h. nach Durchführung der Transaktion, bestimmt werden.²⁷ Eine Bewertung des Zielunternehmens auf Stand-alone-Basis kann daher lediglich eine Ausgangsbasis für die Kaufpreisbestimmung und -verhandlungen darstellen. Daneben sind die Implikationen des Zielunternehmens auf das eigene Unternehmen relevant, um eine endgültige Entscheidung auf Basis angemessener Informationen zum Wohle der Gesellschaft treffen zu können.

Zunächst ist ein *ökonomisches Wertekonzept* festzulegen, welches den Anforderungen der Business Judgement Rule entspricht. Grundsätzlich ist bei der Entscheidung zur Durchführung der Unternehmenstransaktion ein subjektiver Entscheidungswert relevant. Dies bedeutet, dass geplante, aber zum Stichtag noch nicht eingeleitete oder noch nicht im Unternehmenskonzept dokumentierte Maßnahmen des Zielunternehmens, wie bspw. Erweiterungsinvestitionen oder Bereinigungen des Produktprogramms durch den Erwerber, in der Kalkulation des Vorstands berücksichtigt werden können. Darüber hinaus sind sowohl echte als auch unechte Synergieeffekte, Finanzierungsannahmen oder Managementfaktoren entsprechend zu berücksichtigen, da diese Einfluss auf den subjektiven Wert und somit auf den Grenzpreis des Erwerbers besitzen.²⁸ Aufgrund der Beweislast des Vorstands für eine nachvollziehbare Dokumentation seiner Entschei-

dung ist jedoch eine gewisse Relativierung des subjektiven Entscheidungswerts notwendig. Wird die Vorteilhaftigkeit der Transaktion im Nachhinein kritisch hinterfragt, so wird oftmals eine Beurteilung eines unabhängigen Dritten eingeholt. Daher ist es empfehlenswert, einen intersubjektiv nachvollziehbaren Entscheidungswert zu ermitteln. Hierbei werden die einzelnen Annahmen und Erwartungen des Vorstands aus der Durchführung der Transaktion grundsätzlich berücksichtigt, sofern diese plausibel durch Dritte nachvollzogen werden können.

Je nach Bedeutung und Relevanz der Transaktion können unterschiedliche *Bewertungsverfahren* zur Anwendung kommen, um einen intersubjektiv nachvollziehbaren Entscheidungswert zu ermitteln. Das umfangreichste Bewertungsverfahren ist die simulationsbasierte Unternehmensbewertung, die vor allem bei großen strategisch relevanten Transaktionen mit erhöhtem Risikopotenzial Anwendung findet. Aufgrund der Kosten-Nutzen-Abwägung kann es jedoch vor allem bei kleineren Unternehmenstransaktionen mit geringerem Risikopotenzial sinnvoll sein, einwertige kapitalwertorientierte Verfahren bzw. marktpreisorientierte Verfahren heranzuziehen. Der BGH stellt hierzu klar, dass der Faktor Zeit und eine Kosten-Nutzen-Abwägung von weiteren Informationen relevant sind. Diese Abwägung ist je nach Bedeutung der Entscheidung zwingend erforderlich.²⁹

Grundsätzlich kann aus betriebswirtschaftlicher Sicht ein Handeln zum Wohle der Gesellschaft angenommen werden, wenn der Vorstand zum Zeitpunkt der Entscheidung davon ausgehen konnte, dass der Wert des Unternehmens erhöht bzw. nicht verringert wird.

a) Kapitalwertorientierte Bewertungsverfahren

Zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit der Transaktion wird in der Praxis oftmals zunächst der Stand-alone-Wert des Zielunternehmens mittels des Ertragswert- oder Discounted-Cashflow-Verfahrens ermittelt. Dieser Wert bildet die Grundlage für die erste Kaufpreisbestimmung und -verhandlung. Anschließend werden einzelne potenzielle Synergieeffekte und die Implikationen auf das eigene Unternehmen quantifiziert. Bei den Synergien kann es sich sowohl um positive Effekte, wie z. B. Skaleneffekte oder die Erhöhung der Marktmacht,

25 Vgl. Braunagel, in: Beisel/Andreas (Hrsg.), Beck'sches Mandatshandbuch Due Diligence, 3. Aufl. 2017, § 25, Rn. 2–9.

26 Vgl. Hörtnagl/Zwirner, in: Hettler/Stratz/Hörtnagl (Hrsg.), Beck'sches Mandatshandbuch Unternehmenskauf, 2. Aufl. 2013, Rn. 33–35.

27 Vgl. Gleißner, Der Aufsichtsrat 2017, 54–57.

28 Vgl. IDW, IDW Praxishinweis 2/2017, IDW Life 2017, 343 ff., Rn. 48–58.

29 Vgl. BGH, 10.2.2022 – 3 StR 329/21, CB 2022, 162.

als auch um negative Effekte, wie z. B. einen zusätzlichen Koordinierungsaufwand, handeln. Anschließend wird – unter Annahme unveränderter Kapitalkosten des eigenen Unternehmens – der Kaufpreis mit dem Stand-alone-Wert zuzüglich Synergien und Integrationskosten verglichen, so dass eine Aussage zur finanziellen Vorteilhaftigkeit der Transaktion möglich ist.

Um die potenziellen Auswirkungen einzelner Risiken abzubilden, erfolgt in der Praxis oftmals eine Szenario-Analyse bzw. Sensitivierung einzelner Parameter. Hierdurch können unterschiedliche zukünftige Entwicklungen abgebildet werden.³⁰ Durch die Variation einzelner Parameter, wie z. B. die erwarteten Umsatzerlöse, Integrationskosten, Synergien oder Kapitalkosten können bspw. Downside-Szenarien entwickelt werden, die Bandbreiten zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit der Transaktion aufzeigen.

b) Simulationsbasierte Unternehmensbewertung

Aufgrund der Unsicherheit einzelner Planungsparameter (wie z. B. die potenzielle Ertragskraft des Gesamtunternehmens, Integrationskosten des Zielunternehmens, mögliche Synergieeffekte und Ratingveränderungen) kann neben Szenariorechnungen ein Simulationsverfahren benötigt werden, da einzelne Risiken, anders als Kosten, i. d. R. nicht addierbar sind.³¹ Mit Hilfe der Monte-Carlo-Simulation können die Kombinationseffekte der Einzelrisiken abgebildet werden. Dies ermöglicht den Vergleich der Ertrags-Risiko-Profile vor bzw. nach der potenziellen Unternehmenstransaktion. Hierzu werden im ersten Schritt die Risiken im Kontext der Unternehmensplanung quantifiziert. Ziel der Quantifizierung ist es, die einzelnen Risiken mit einer geeigneten Wahrscheinlichkeitsverteilung oder Häufigkeitsverteilung zu unterlegen, um diese in einem zweiten Schritt mit Hilfe der Monte-Carlo-Simulation aggregieren zu können.³² Durch die Aggregation der Risiken können erwartungstreue Planwerte, die die bestehenden Chancen und Risiken berücksichtigen, in der Unternehmensplanung abgebildet werden. Des Weiteren können die aggregierten Risiken durch ein Risikomaß ausgedrückt werden. Anhand dessen kann zum einen das Rating der jeweiligen Handlungsalternative plausibilisiert bzw. ermittelt werden. Zum anderen ist eine Ableitung der Kapitalkosten unmittelbar aus dem jeweiligen Ertragsrisiko der Simulation möglich.³³

Wird die simulationsbasierte Unternehmensbewertung pro Handlungsalternative durchgeführt, kann ein umfangreiches Ertrag-Risiko-Profil für das Unternehmen ohne und mit Durchführung der Transaktion ermittelt werden. Anhand dessen kann u. a. verifiziert werden, ob der Kaufpreis in Anbetracht der zukünftig zu erwartenden unsicheren Erträge (inkl. Synergien und Integrationskosten) und den damit verbundenen Kapitalkosten angemessen ist, und eine Entscheidung zum Wohle der Gesellschaft getroffen werden.³⁴

c) Marktpreisorientierte Bewertungsverfahren

In der Praxis ist die Multiplikatorbewertung aufgrund ihrer vermeintlich einfachen und schnellen Anwendung ein beliebtes, wenn nicht sogar das beliebteste Bewertungsverfahren. Wenn der Vorstand nach Abwägung des Faktors Zeit und einer Kosten-Nutzen-Abwägung von weiteren Informationen zur Entscheidung kommt, dass eine ausschließliche marktpreisorientierte Bewertung sachgerecht ist, so ist dies grundsätzlich mit den Anforderungen der Business Judgement Rule vereinbar. Allerdings trägt der Vorstand die Beweislast für eine nachvollziehbare Dokumentation seiner Entscheidung.

Bei der Multiplikatorbewertung handelt es sich um am Markt beobachtete Preise und nicht um einen intrinsischen Wert, wie bei der simulationsbasierten Unternehmensbewertung und den kapitalwertorientierten Verfahren. Die Qualität von Multiplikatorbewertungen ist maßgeblich von der Belastbarkeit der zugrundeliegenden Umsatz- und Ergebnisgrößen abhängig. Werden Multiplikatoren auf Basis vergleichbarer börsennotierter Unternehmen verwendet (sog. trading multiples), ist darüber hinaus zu beachten, dass keine Synergieeffekte bzw. Integrationskosten berücksichtigt werden. Werden Multiplikatoren auf Basis vergleichbarer Transaktionen (sog. transaction multiples) verwendet, so werden die oftmals eingepreisten Synergien vom Multiplikator erfasst und auf das Zielunternehmen übertragen.³⁵

3. Anforderungen an das Share Purchase Agreement

Kommt der Vorstand nach Durchführung der Due Diligence und der vorläufigen Bewertung der beiden Handlungsalternativen zu dem Entschluss, dass die Durchführung der Transaktion dem Wohle der Gesellschaft dienen könnte, erfolgen die Vertragsverhandlungen. Gegenstand der Vertragsverhandlungen sind einzelne Bestandteile des Anteilskaufvertrags (Share Purchase Agreement – SPA), der die Bedingungen für den Kauf und Verkauf der Unternehmensanteile schriftlich festlegt. Hierunter fallen z. B. auch sog. Disclosure Exhibits und Indemnifications. Unter den Disclosure Exhibits werden Listen mit Umständen verstanden, die der Verkäufer dem Käufer vor Vertragsschluss offengelegt hat und für die er keine vertragliche Gewährleistung übernehmen möchte. Indemnifications sind Sonderregelungen, wie bspw. Kaufpreisabschläge oder spezielle Haftungsregelungen, die zur Absicherung des Käufers getroffen werden.³⁶ Im Rahmen der Vertragsverhandlungen erzielte Haftungsbeschränkungen und Garantien beeinflussen das Ertrag-Risiko-Profil der zweiten Handlungsalternative (Durchführung der Transaktion). Daher muss innerhalb des Transaktionsprozesses eine kontinuierliche Anpassung der Risikofaktoren innerhalb der Bewertung erfolgen. Nur so kann ein finaler Vergleich der beiden Handlungsalternativen auf Basis der jeweiligen Ertrag-Risiko-Profile erfolgen und eine Entscheidung auf der Grundlage angemessener Informationen zum Wohle der Gesellschaft getroffen werden.

IV. Gesamtwürdigung auf Basis von Praxiserfahrungen

Nach Erfahrung der Verf. ist es wichtig, dass der Vorstand dokumentiert, dass er in Abhängigkeit von der Bedeutung der Unternehmenstransaktion für sein Unternehmen ausreichend Informationen, ggf. mit Hilfe externer Unterstützung, erlangt und diese verantwortungsvoll zum Wohle der Gesellschaft ausgewertet hat. In diesem Zusammenhang hat er zunächst überschlägig zu würdigen, ob die Transaktion für sein Unternehmen von wesentlicher oder eher untergeordneter Bedeutung ist. Dabei ist zu untersuchen, welche Risiken sich aus dem Erwerb des Zielunternehmens ergeben und wie sich insgesamt die

30 Vgl. Römer/Grob, in: Beisel/Andreas (Hrsg.), Beck'sches Mandatshandbuch Due Diligence, 3. Aufl. 2017, § 40, Rn. 26.

31 Vgl. Gleißner, Controlling 2008, 81–87.

32 Vgl. Gleißner, Controlling 2008, 81–87.

33 Vgl. Gleißner/Ihlau, BB 2017, 1387–1391.

34 Vgl. Gleißner, M&A Review 2019, 126–132.

35 Vgl. Oehrich, IRZ 2021, 147–190.

36 Vgl. Käste/Oberbracht, Unternehmenskauf – Share Purchase Agreement, 3. Aufl. 2018, S. 13 f.

Chancen- und Risikosituation des Gesamtunternehmens durch die Transaktion insgesamt voraussichtlich entwickeln wird.

Der Umfang der Due Diligence beim Zielunternehmen ist im Wesentlichen abhängig vom Geschäftsmodell, der bisherigen und künftigen Gesellschafterstruktur und der wirtschaftlichen Tragweite für das übernehmende Unternehmen. Es kann ausreichend sein, die Due Diligence mit eigenen Mitarbeitern durchzuführen, wenn diese über entsprechende Erfahrung verfügen und ihre Arbeiten und Ergebnisse ausreichend dokumentieren. Häufig werden auch externe Experten/Berater mit der Durchführung der Due Diligence beauftragt. Hierbei trägt der Vorstand die Verantwortung, den erforderlichen Leistungsumfang vorzugeben und die vorgetragenen Ergebnisse abschließend zu würdigen. Die Due Diligence muss nicht notwendigerweise eine Full Scope Due Diligence sein, sondern kann sich im Rahmen einer Red-Flag-Analyse auf die als wesentlich identifizierten Bereiche beschränken. Die Auswahl der Bewertungsmethode ist ebenfalls in Abhängigkeit von der Phase des Transaktionsprozesses, den zur Verfügung stehenden Informationen, einer Kosten-Nutzen-Abwägung und der zur Verfügung stehenden Zeit zu beurteilen.

Die Transaktionspraxis bedient sich in späteren Phasen des Transaktionsprozesses immer stärker der parallelen Anwendung von kapitalwertorientierten Verfahren und Multiplikatorverfahren, da grundsätzlich jedes Bewertungsverfahren Stärken und Schwächen aufweist und vor diesem Hintergrund keines für sich allein in Anspruch nehmen kann, den „richtigen“ Unternehmenswert zu ermitteln.³⁷ Rational handelnde Privatanleger, strategische Investoren, Finanzinvestoren, Pensionsfonds und Banken ermitteln als Basis ihrer Investitionsentscheidungen i. d. R. Bandbreiten von Wertansätzen auf der Grundlage gleichrangig nebeneinander angewandter Bewertungsmethoden, wobei die Unterschiedlichkeit dieser Methoden und ihrer Ergebnisse transparent offengelegt wird.³⁸ Dem Gedanken der Methodenvielfalt folgt auch die Fairness Opinion, mit der bspw. Berater, Investmentbanken oder Wirtschaftsprüfer im Nachgang eine Aussage zur Angemessenheit des Transaktionspreises treffen.³⁹

Wichtig ist, dass der Vorstand plausibel darlegt, warum er welche Informationen eingeholt und welche Bewertungsverfahren er angewandt hat, um hinreichende Sicherheit für die Begründung der Angemessenheit seiner Entscheidung zu gewährleisten. Dabei ist es wesentlich, intersubjektiv nachprüfbar Informationen zum Zeitpunkt der Entscheidung zu verwenden. Im Ergebnis muss der Vorstand darlegen können, welche Handlungsalternative die wirtschaftlich vorteilhaftere für sein Unternehmen ist und warum er diese Entscheidung zum damaligen Zeitpunkt getroffen hat.

V. Zusammenfassung

1. Die Business Judgement Rule, abgeleitet aus § 93 Abs. 1 S. 2 AktG, regelt die schadensersatzträchtige Pflichtverletzung von Unternehmensorganen. Liegen die fünf Tatbestandmerkmale der Business Judgement Rule kumulativ vor, wird das Handeln unabhängig vom potenziellen Schadensausmaß grundsätzlich als rechtmäßig angesehen.
2. Je nach Spezifika des Transaktionsobjekts sind sowohl die Formen als auch der Umfang der Due Diligence festzulegen, um im ersten Schritt eine angemessene Informationsgrundlage zu schaffen. Als Formen der Due Diligence gewinnen neben der Financial, Legal und Tax Due Diligence zunehmend die Commercial, IT und ESG

Due Diligence an Bedeutung. In einem zweiten Schritt müssen die Implikationen des Zielunternehmens auf das eigene Unternehmen bestimmt werden, um ein Vergleich der Handlungsmöglichkeiten zu ermöglichen.

3. Im Rahmen der Unternehmensbewertung ist zunächst ein ökonomisches Wertekonzept festzulegen, welches den Anforderungen der Business Judgement Rule entspricht. Aufgrund der Beweislast des Vorstands für eine nachvollziehbare Dokumentation seiner Entscheidung ist ein intersubjektiv nachvollziehbarer Entscheidungswert sinnvoll. Hierbei werden die einzelnen Annahmen und Erwartungen des Vorstands aus der Durchführung der Transaktion berücksichtigt, sofern diese plausibel durch Dritte nachvollzogen werden können.
4. Je nach Bedeutung und Relevanz der Transaktion können unterschiedliche Bewertungsverfahren angewandt werden. Das umfangreichste Bewertungsverfahren ist die simulationsbasierte Unternehmensbewertung. In der Praxis werden aufgrund der Kosten-Nutzen-Abwägung meistens einwertige kapitalwertorientierte Verfahren bzw. marktpreisorientierte Verfahren herangezogen. Diese Entscheidung ist grundsätzlich mit den Anforderungen der Business Judgement Rule vereinbar. Eine Bewertung des Zielunternehmens auf Stand-alone-Basis zur Plausibilisierung des Kaufpreises ist allein nicht ausreichend, da der Vergleich vor bzw. nach Durchführung der Transaktion relevant ist. Aufgrund der Vielzahl von Sonderregelungen, die innerhalb der Verhandlungen im SPA definiert werden, ist eine kontinuierliche Anpassung der Bewertung notwendig, um die finale Entscheidung auf Basis von angemessenen Informationen treffen zu können. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht kann bei Durchführung der Transaktion ein Handeln zum Wohle der Gesellschaft angenommen werden, wenn der Vorstand zum Zeitpunkt der Entscheidung davon ausgehen konnte, dass der Wert des Unternehmens erhöht bzw. nicht verringert wird.

Susann Ihlau, WP/StB, ist Partnerin bei Mazars GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft am Standort Düsseldorf. Sie ist bei Mazars im Bereich Financial Advisory für Unternehmensbewertungen verantwortlich.



Nils Enneken ist Senior Associate bei Mazars GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft am Standort Düsseldorf. Sein Tätigkeitsschwerpunkt liegt in der Durchführung von Unternehmensbewertungen und der Beratung im Rahmen von Unternehmenstransaktionen.



³⁷ Vgl. Aders, in: Meyer-Sparenberg/Jäckle (Hrsg.), Beck'sches M&A-Handbuch, 2. Aufl. 2022, § 13 Bewertung im M&A-Prozess, Tz. 31.

³⁸ Vgl. DVFA, Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung, Dez. 2012, abrufbar unter: https://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Publikationen/Standards/DVFA_Best-Practice_Empfehlungen_Unternehmensbewertung.pdf (Abruf: 1.9.2022), S. 6.

³⁹ Vgl. DVFA, Grundsätze für Fairness Opinions, Nov. 2008, abrufbar unter https://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Publikationen/DVFA-Finanzschriften/grundsaeetze_fairness_opinions.pdf (Abruf: 29.8.2022), S. 6.