

Kapitel 2: Erscheinungsformen des Unternehmenskaufs

Hinsichtlich der Anforderungen an das Verfahren und etwaiger Besonderheiten ist bei Unternehmenstransaktionen zwischen privaten (allgemeinen) und öffentlichen Übernahmen zu unterscheiden. Den Ausgangsfall bildet hierbei der Erwerb einer Gesellschaft, die, entgegen der öffentlichen Übernahme, gerade nicht börsennotiert ist.

A. Der Unternehmenskauf im Allgemeinen

I. Strategische Aspekte beim Unternehmenskauf

Das Zusammenwachsen von Märkten im Zuge der Globalisierung, die besondere Bedeutung der Kapitalmärkte und auch die Wirtschaft im Zeitalter der informationstechnologischen Vernetzung führen zu einem Druck auf Unternehmen.¹ Diese müssen sich international aufstellen, neue Marktsegmente erschließen und strategische Präsenz zeigen.² Gerade um diese Bedürfnisse zu befriedigen, ist auf M&A-Aktivitäten zurückzugreifen. Der intensive Wettbewerb erfordert (grenzüberschreitende) Expansion. Allerdings stellt der Kauf eines Unternehmens eine derart komplexe Angelegenheit zur Realisierung dar, dass ein ausgereifter Vertrag allein nicht ausreicht. Vielmehr sind Strategieüberlegungen gefragt. Zu unterscheiden sind die verschiedenen Interessen des Käufers und des Verkäufers.

¹ Vgl. Meerkatt/Roos/Wieland, in: Triebel (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions*, 2004, Rn. 5.

² Vgl. Meerkatt/Roos/Wieland, in: Triebel (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions*, 2004, Rn. 5.

1. Käuferinteressen

Die Motive bei Unternehmenskäufen sind zahlreich.³ Es werden als klassische Ziele die unternehmerische Beteiligung (strategischer Investor) sowie die reine Finanzbeteiligung (Finanzinvestor) genannt.⁴

Für Finanzinvestoren stellt sich regelmäßig die Frage, ob der um das Risiko bereinigte Gewinn aus der Transaktion größer ist als der Betrag, der bei der nächstbesten Investitionsmöglichkeit erzielt werden würde. Traditionell gesehen war die Finanzbeteiligung als eine langfristige Anlage gedacht.⁵ Mittlerweile hat sich die Realität davon entfernt. Es stehen heute kurz- oder mittelfristige Anlagen in Rede. Vorwiegend Kapitalanlagegesellschaften und andere institutionelle Anleger gehen Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligungen mit dem Ziel ein, sich nach einem Zeitraum von drei bis maximal zehn Jahren wieder von der Beteiligung zu trennen.⁶ Häufig geht es in diesen Fällen um Beteiligungen an jungen, noch nicht börsenorientierten Unternehmen mit einem innovationsbedingten Leistungspotenzial.⁷ In diesen Fällen werden Beteiligungen nur aus einem einzigen Ziel gehalten: der Rendite. Es gilt, einen möglichst hohen Ertrag bei einem späteren Verkauf des Unternehmens („Exit“) zu erzielen.⁸ In den Bereich der beabsichtigten erheblichen Wertsteigerung beim „Desinvestment“ gehört auch der Begriff des „Private Equity“. Dieser lässt sich auf die Unterscheidung zwischen außerhalb der Börse erlangtem Eigenkapital (private) und am Kapitalmarkt erlangtem Eigenkapital (public) zurückführen.⁹ Gewöhnlich wird dabei das private Eigenkapital von institutionellen Anlegern oder wohlhabenden Privatpersonen zur Verfügung gestellt. Eine weitere Möglichkeit der Finanzbeteiligung, losgelöst von etwaigen Wertsteigerungen, stellt der Kauf auf Grund der Verwertung einer beträchtlichen Sachsubstanz bei ertragsschwachen Unternehmen dar. Allerdings handelt es sich hierbei um eine in der Praxis keinesfalls vorherrschende Strategie.

Der strategische Investor hingegen hat ein über das reine Finanzinteresse hinausgehendes, bereits genanntes Expansionsinteresse. Für ihn gilt es, den neuen, globalen Anforderungen gerecht zu werden und sich horizontal, vertikal oder lateral zu vergrößern.¹⁰ Unternehmen und Management stehen dabei vor der schwierigen

³ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 1. Kap. Rn. 6; Bergjan, in: Saenger/Aderhold/Lenkaitis/Speckmann (Hrsg.), Handels- und Gesellschaftsrecht, 2011, § 11 Rn. 3; Weber/Hohaus, Buy-outs, 2010, S. 58 f.

⁴ Vgl. Hölters, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaus, 2010, Teil I Rn. 8; Weber/Hohaus, Buy-outs, 2010, S. 7.

⁵ Vgl. Hölters, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaus, 2010, Teil I Rn. 10.

⁶ Vgl. Hölters, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaus, 2010, Teil I Rn. 10; Liebscher, ZIP 2001, 853 (855).

⁷ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 1. Kap. Rn. 8.

⁸ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 5.

⁹ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 5.

¹⁰ Ausf. zur Orientierung der Expansionsrichtung an der Wertschöpfungskette Meerkatt/Roos/Wieland, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 11 ff.

Entscheidung, ob Wachstumspotenziale durch eigene Unternehmens- und Produktentwicklungen erreicht werden sollen, oder ob ein zeitsparender, wenngleich finanziell aufwendiger Zukauf oder Zusammenschluss zu bevorzugen ist.¹¹ Vielfach erscheint eine Expansion durch einen Unternehmens(zu)kauf einfacher. Allein der Gedanke an bereits eingerichtete Produktionsstätten, erfahrene Mitarbeiter, einen bestehenden Kunden- bzw. Lieferantenstamm und eine bestehende Verwaltung geben in der Praxis insb. bei einer branchenübergreifenden Transaktion den Ausschlag. Darüber hinaus dürfte der Kauf eines Unternehmens, das auf einem Spezialgebiet über ein bestimmtes Know-how verfügt, günstiger sein, als es die Aufwendungen im eigenen Betrieb für selbständige Entwicklungen sind.¹² Auch sind Konstellationen denkbar, in denen es dem Erwerber um den Gewinn an neuen Technologien, hochwertigem Management und Personal oder der Bereinigung von Marktverhältnissen geht.¹³ In der Praxis spielen weiter die beabsichtigten Synergieeffekte eine nicht zu unterschätzende Rolle. Im Vordergrund steht der Gedanke, dass der Zusammenschluss beider Unternehmen gewinnbringender ist, als die Summe der Einzelunternehmen.¹⁴ Zu beachten ist hier jedoch, dass Synergiepotenziale nur möglicherweise realisierbare Effekte bezeichnen. Somit sollte eine Transaktion unter diesem Gesichtspunkt nicht das Ende, sondern der Beginn der eigentlichen Wertschaffung sein.¹⁵ Insgesamt bleibt festzuhalten, dass Unternehmenskäufe die vorherrschende Methode der Expansion sind. Sie realisieren folglich maßgeblich die unternehmerischen Wünsche nach einer Vergrößerung der Marktmacht und einer damit einhergehenden Verringerung des Wettbewerbs.¹⁶

2. Verkäuferinteressen

Zahlreich wie die Käufermotive sind auch die jeweiligen Interessen des Verkäufers. Die Anlässe für Unternehmensverkäufe lassen sich generell in drei große Gruppen aufteilen.¹⁷

Zunächst sind die persönlichen Beweggründe zu nennen. Infolge hohen Alters oder Krankheit möchte oder muss sich der Unternehmer von „seinem“ Betrieb

¹¹ Vgl. Dufey/Hommel, in: von Hagen/von Stein (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, 2000, S. 970 f.; Picot, in: Picot (Hrsg.), Handbuch Mergers & Acquisitions, 2008, S. 27 f.

¹² Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 1. Kap. Rn. 6.

¹³ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 1. Kap. Rn. 7.

¹⁴ Ausf. zum Mehrwert einer Transaktion Meerkatt/Roos/Wieland, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 30 ff.

¹⁵ Vgl. Meerkatt/Roos/Wieland, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 37.

¹⁶ Vorbehaltlich etwaiger kartellrechtlicher Bedenken.

¹⁷ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 1. Kap. Rn. 1. Generell gilt aber, dass ein Verkäufer in der Regel mit der Erzielung eines optimalen Verkaufspreises eine eindeutige Zielsetzung, losgelöst von der Strategie und den Hintergründen der Transaktion, verfolgt. Vgl. Weber/Hohaus, Buy-outs, 2010, S. 59.

trennen. Ein Dilemma entsteht insb. bei Familienunternehmen, wenn kein Familienmitglied das Unternehmen weiterführen will oder kann. In diesen Fällen ist oft auch ein Verkauf des Unternehmens (an einen Externen) in Erwägung zu ziehen.¹⁸

Weiterhin sind auch wirtschaftliche Rahmenbedingungen zu berücksichtigen. So kann es angezeigt sein, das Unternehmen oder bestimmte Unternehmensteile zu veräußern, um so bspw. Steuerbelastungen oder hohen Lohnnebenkosten zu entgehen.¹⁹ Darüber hinaus sind Unternehmensverkäufe häufig ein Indiz für ein pessimistisches Denken, was die wirtschaftliche Entwicklung betrifft. In dieser Gruppe ist regelmäßig ein Handeln des Unternehmers aus Resignation zu erkennen.²⁰

Zu trennen sind beide angesprochenen Aspekte von wirtschaftlichen Strategieüberlegungen („Corporate Restructuring“). In dieser Fallgruppe ist regelmäßig die Rede von einem Zwang zum Verkauf des Unternehmens oder eines Teils. Es gilt, einem Fehlverhalten am Markt, falschen Standortbedingungen, fehlendem Eigenkapital oder zurückgehenden Absatzchancen zu begegnen, indem man das Unternehmen durch den Zufluss des Kaufpreises für den veräußerten Teil saniert und sich somit für die Zukunft vielversprechend(er) aufstellt.²¹ Maßnahmen zur Erreichung dieses Ziels sind neben der Herauslösung einzelner Sparten aus dem Konzern („Divestiture“) der Verkauf von Minderheitsbeteiligungen an eine Tochtergesellschaft („Equity carve out“) und eine generelle Unternehmensverkleinerung („Corporate Downsizing“).

II. Finanzierungsfragen

Bei der Finanzierung von Unternehmensübernahmen treten zwei wesentliche Problembereiche auf. Bevor überhaupt über die Art und Weise der Transaktionsfinanzierung nachgedacht werden sollte, muss zunächst einmal der Kaufpreis und damit einhergehend der Unternehmenswert bestimmt werden.

1. Bestimmung des Unternehmenswertes

Die Festlegung des Kaufpreises ist eine der wichtigsten – wenn nicht die wichtigste – Maßnahme beim Kauf eines Unternehmens oder einer Beteiligung.²² Im Zuge von Unternehmensverkäufen bzw. Unternehmenskäufen treffen in aller Regel unterschiedliche Preisvorstellungen der Käufer- und Verkäuferseite aufeinander.²³

¹⁸ Ausf. zur Rechtsnachfolge Seeger, JURA 2007, 889 ff.

¹⁹ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 1. Kap. Rn. 3.

²⁰ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 1. Kap. Rn. 3.

²¹ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 1. Kap. Rn. 4.

²² Vgl. Hölters, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil I Rn. 170; Wöhe/Döring, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 2010, S. 570.

²³ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 298; Wöhe/Döring, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 2010, S. 571.

Zurückzuführen ist dies auf die denknotwendige Unterscheidung zwischen dem Wert des Unternehmens und dem tatsächlichen Kaufpreis.²⁴ Einzig und allein die Wertfindung ist Gegenstand der Unternehmensbewertung.²⁵ Die genaue Bestimmung des tatsächlichen Unternehmenswertes wird in der Praxis anhand von verschiedenen Methoden vorgenommen. Der Wertbegriff und die Methodik zur Bestimmung des Unternehmenswertes weisen enge Zusammenhänge auf.²⁶

a) Begriff des Unternehmenswertes

Der Begriff des Unternehmenswertes unterlag in der Vergangenheit einem Wandel.²⁷ Früher ging man davon aus, dass ein objektiver Unternehmenswert bestimmbar sei. Dieser sei für jeden gültig. Dabei wurden nur solche Tatsachen berücksichtigt, die im Unternehmen selbst begründet waren.²⁸ Zukunftsprognosen wurden hierbei genauso wenig berücksichtigt wie etwaige Fähigkeiten und Absichten des potenziellen Käufers. Vielmehr wurde der Bestand festgestellt und es erfolgte eine Anlehnung an die Vergangenheit und die Gegenwart.²⁹ Dadurch wurde der sog. Substanzwert eines Unternehmens bedeutsam. Dieser entspricht dem Betrag, der aufgebracht werden muss, um das zu bewertende Unternehmen identisch zu reproduzieren.³⁰

Infolge der Kritik, dass auf Grund von individuellen Einflüssen beim Unternehmenskauf ein objektiver Unternehmenswert nicht existieren könne, entwickelte sich der Gedanke eines subjektiven Unternehmenswertes. Dieser sollte keinen allgemeingültigen Wert mehr begründen, sondern sich an einem speziellen Betrachter orientieren. Die Lehre vom subjektiven Unternehmenswert ging davon aus, dass sich der Wert eines Gutes letztlich aus dessen Gebrauchswert, mithin aus dessen Nutzen für ein einzelnes Individuum, ableitet.³¹ Zu berücksichtigen sind in diesem Rahmen alle für den Investor relevanten Ziele, Erwartungen oder Möglichkeiten. Folglich basiert die Wertbestimmung auf einem Blick in die Zukunft. Die Folge dieses

²⁴ Vgl. Theysohn-Wadle, in: Beisel/Klump, Der Unternehmenskauf, 2009, 3. Kap. Rn. 2.

²⁵ Vgl. Theysohn-Wadle, in: Beisel/Klump, Der Unternehmenskauf, 2009, 3. Kap. Rn. 2.

²⁶ Vgl. Widmann, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 8.

²⁷ Vgl. Peemöller, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2009, S. 4; Widmann, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 9.

²⁸ Vgl. Weitmann/Bubeck, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 298.

²⁹ Vgl. Peemöller, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2009, S. 5; Weitmann/Bubeck, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 298 f.

³⁰ Vgl. Widmann, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 9.

³¹ Vgl. Peemöller, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2009, S. 6; Widmann, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 10.

Wertbegriffes liegt in der Annahme eines Grenzpreises für Käufer und Verkäufer.³² Dieser setzt sich zusammen aus dem Preis, den der Käufer im Äußersten zu zahlen bereit ist, und dem für den Verkäufer mindestens zu erzielenden Preis. Das Konzept des subjektiven Unternehmenswertes gilt heute als eine der Grundlagen der Lehre von der Unternehmensbewertung.³³

Aber erst eine Vereinigung dieser beiden Unternehmenswertbegriffe kann den Aufgaben der Bewertung gerecht werden. Dieser Gedanke führte zu einem Kompromiss zwischen objektiver und subjektiver Wertermittlung. Hiernach wird eine konventionelle Wertermittlung für bestimmte Bewertungszwecke akzeptiert, gleichzeitig jedoch wird auch der subjektive Charakter der Unternehmensbewertung berücksichtigt.³⁴ Dies umschreibt der Begriff des sog. objektivierten Unternehmenswertes. Er unterscheidet sich von dem objektiven Unternehmenswert dadurch, dass er eben nicht auf Substanzwerte abstellt, sondern eher einen Zukunftserfolgswert widerspiegelt, der sich bei einer Unternehmensfortführung ergeben würde.

b) Methoden der Unternehmensbewertung

Vor dem Hintergrund des Unternehmenswertbegriffes sind die tatsächlichen Methoden seiner Bestimmung zu sehen. Ziel ist es, einen möglichst objektiven Marktwert des Unternehmens festzusetzen. Die Verfahren zur Zielerreichung sind dabei hochgradig verschieden. In der Praxis spielen im Wesentlichen drei unterschiedliche Bewertungskonzepte eine Rolle: die Gesamtbewertungsverfahren, die Einzelbewertungsverfahren und die sog. Mischverfahren. Sie sollen im Folgenden kurz näher betrachtet werden.

aa) Gesamtbewertungsverfahren

Die Gesamtbewertungsverfahren gelten grundsätzlich als die gebräuchlichsten.³⁵ Sie verstehen das Unternehmen als Bewertungseinheit, deren Wert sich aus allen Einkünften ergibt, die in der Zukunft erzielt werden.³⁶ Zu den Gesamtbewertungsverfahren zählen die Ertragswertmethode, das Discounted Cash-Flow-Verfahren (DCF-Verfahren) und der sog. Market Approach.

³² Vgl. Widmann, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 10.

³³ Vgl. Widmann, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 10.

³⁴ Vgl. Widmann, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 11.

³⁵ Vgl. Schanz, Börseneinführung, 2007, § 7 Rn. 5; Widmann, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 40.

³⁶ Vgl. Bergjan, in: Saenger/Aderhold/Lenkaitis/Speckmann (Hrsg.), Handels- und Gesellschaftsrecht, 2011, § 11 Rn. 112; Mandl/Rabel, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2009, S. 53; Weitmann/Bubeck, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 302.

(1) Ertragswertverfahren Das Ertragswertverfahren ist ein Prognoseverfahren zur direkten Ermittlung des Unternehmenswertes.³⁷ Dabei wird meistens über einen Analysezeitraum von fünf Jahren der Wert des Eigenkapitals („Equity value“) bestimmt. Dies geschieht durch Abzinsung der dem Eigentümer künftig zufließenden finanziellen Überschüsse. Maßgeblich sind dabei die Zahlungsströme („Cash-Flows“), die zwischen Unternehmen und Investor fließen.³⁸ Dahinter steht der Gedanke, dass sich der Erwerb eines Unternehmens nur lohnt, wenn eine bestimmte Rendite erreicht wird.

Im Einzelnen bestimmt sich der Ertragswert aus dem Durchschnittsertrag der letzten fünf Jahre zuzüglich der einmaligen und außerordentlichen Aufwendungen. Abzuziehen sind von der Summe die einmaligen und außerordentlichen Erträge und der Risikoabschlag. Da die so errechneten künftigen Einnahmen-Überschüsse in der Zukunft liegen, verlieren sie an Wert, sodass sie abgezinst und zu einem Barwert zusammengefasst werden müssen.³⁹ Das Ergebnis stellt folglich den zukünftigen Erfolg für das betriebsnotwendige Vermögen, also den Ertragswert, dar.

(2) Discounted Cash-Flow-Verfahren Ein zur Bewertung börsennotierter Unternehmen besonders beliebtes Verfahren ist das des sog. Discounted Cash-Flow.⁴⁰ Es lässt sich auf die Idee zurückführen, dass die Zahlungsströme (Cash Flows) weniger manipulierbar sind als die Erträge und somit besser als Grundlage der Rendite herangezogen werden können. Ebenso wie die Ertragswertmethode beruht das Discounted Cash-Flow-Verfahren auf der Ermittlung des Barwerts zukünftiger finanzieller Überschüsse.⁴¹ Während beim Ertragswertverfahren jedoch Aufwendungen und Erträge Ausgangspunkt der Ermittlung der zu kapitalisierenden Größe sind, wird beim Discounted Cash-Flow-Verfahren direkt auf die Kapitalisierung von Zahlungsmittelüberschüssen abgestellt.⁴²

Innerhalb der Discounted Cash-Flow-Verfahren wird zwischen dem Netto-Ansatz (sog. Equity-Approach) und dem Brutto-Ansatz (sog. Entity-Approach) unterschieden.⁴³ Darüber hinaus gibt es noch im Bereich der Bruttoverfahren

³⁷ Vgl. Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 2009, S. 197; Raab, Shareholder Value und Verfahren der Unternehmensbewertung, 2001, S. 84; Weitmann/Bubeck, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 313.

³⁸ Vgl. Theysohn-Wadle, in: Beisel/Klump, Der Unternehmenskauf, 2009, 3. Kap. Rn. 34.

³⁹ Vgl. zur Berechnungsformel Peemöller/Kunowski, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2009, S. 268; Theysohn-Wadle, in: Beisel/Klump, Der Unternehmenskauf, 2009, 3. Kap. Rn. 60 f.

⁴⁰ Zum Vergleich mit der Ertragswertmethode Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 2009, S. 195 ff.

⁴¹ Vgl. Mandl/Rabel, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2009, S. 64 f.; Theysohn-Wadle, in: Beisel/Klump, Der Unternehmenskauf, 2009, 3. Kap. Rn. 79.

⁴² Vgl. Bergjan, in: Saenger/Aderhold/Lenkaitis/Speckmann (Hrsg.), Handels- und Gesellschaftsrecht, 2011, § 11 Rn. 114; Weber/Hohaus, Buy-outs, 2010, S. 142; Widmann, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 70.

⁴³ Vgl. Raab, Shareholder Value und Verfahren der Unternehmensbewertung, 2001, S. 67.

andere Feinjustierungen.⁴⁴ Der Unterschied zwischen Netto- und Bruttoansatz liegt in der direkten (Nettoansatz) bzw. der indirekten (Bruttoansatz) Ermittlung des Eigenkapitalmarktwerts.⁴⁵

In der Praxis wird das Discounted Cash-Flow-Verfahren häufig genutzt.⁴⁶ Allerdings gilt es dabei zu bedenken, dass diese Methode zur Bestimmung des Unternehmenswertes für kleine und mittlere Unternehmen nicht optimal ist. Dies lässt sich darauf zurückführen, dass die individuelle Risikosituation des Unternehmens auf Grund der fehlenden Börsennotiertheit nicht eindeutig bestimmbar ist.⁴⁷

(3) Market Approach Die marktorientierten Bewertungsverfahren (sog. Market Approach) orientieren sich an den in der Vergangenheit an den Kapitalmärkten tatsächlich gezahlten Transaktionspreisen für Unternehmen in der gleichen Branche. Es wird somit eine Art Preisvergleich vorgenommen.⁴⁸ Die Voraussetzungen für die Anwendung dieses Verfahrens sind die Existenz liquider Kapitalmärkte für Unternehmen bzw. Unternehmensanteile und die Verfügbarkeit hinsichtlich diverser Informationen zu Markt- bzw. Transaktionspreisen von Unternehmen bzw. von Unternehmenskäufen/ -verkäufen.⁴⁹

Obgleich der Market Approach gewöhnlich bei der Unternehmenswertbestimmung börsennotierter Unternehmen zur Anwendung kommt, wird diese Methode auch zur Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen herangezogen.⁵⁰ Anhand von branchentypischen Multiplikatoren (sog. Market Multiple) lässt sich nämlich ebenfalls der Unternehmenswert berechnen.⁵¹

Die Einfachheit der Vergleichswertmethode beinhaltet allerdings auch Nachteile. So werden die spezifischen Gegebenheiten des zu bewertenden Unternehmens nicht berücksichtigt und darüber hinaus ist auch fraglich, inwieweit sich Marktpreise zur genauen Unternehmensbewertung eignen.⁵²

⁴⁴ Ausf. dazu Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 2009, S. 125 ff.

⁴⁵ Ausf. dazu Raab, Shareholder Value und Verfahren der Unternehmensbewertung, 2001, S. 67 f.; Widmann, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 75 f.

⁴⁶ Vgl. nur Wöhe/Döring, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 2010, S. 574.

⁴⁷ Vgl. Behringer, DStR 2001, 719 (724).

⁴⁸ Vgl. zum Risiko Henselmann, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2009, S. 108 f.

⁴⁹ Vgl. Widmann, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 119.

⁵⁰ Vgl. Mandl/Rabel, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2009, S. 78.

⁵¹ Ausf. zu den einzelnen Multiplikatoren Dufey/Hommel, in: von Hagen/von Stein (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, 2000, S. 978 f.; Weitmann/Bubeck, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 323 ff.

⁵² Vgl. Widmann, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 136.

bb) Einzelbewertungsverfahren

Den Einzelbewertungsverfahren ist gemein, dass sie eine isolierte Betrachtung und Bewertung der Vermögensgegenstände vornehmen.⁵³ Dabei unterscheidet sich die Bewertung der Vermögensgegenstände durch verschiedene Wertmaßstäbe. In diesem Zusammenhang sind die beiden gebräuchlichsten Einzelbewertungsverfahren zu sehen. Bei beiden gilt jedoch, dass zukünftige Entwicklungen des Unternehmens nicht berücksichtigt werden.

(1) Substanzwertverfahren Im Substanzwertverfahren werden die Aufwendungen ermittelt, die für die Reproduktion eines identischen Unternehmens getätigt werden müssten.⁵⁴ Es geht mithin von der Prämisse der Unternehmensfortführung aus.⁵⁵ Der Unternehmenswert lässt sich demnach aus der Summe der Werte der Einzelgüter bestimmen.⁵⁶

In der Praxis stellt das Substanzwertverfahren eine recht beliebte Methode der Unternehmenswertbestimmung dar. Dies ist besonders auf seine Einfachheit zurückzuführen.⁵⁷ Hauptkritikpunkt dieser Methode ist, dass sie keine Anhaltspunkte über Erträge liefert, die in der Zukunft realistisch erscheinen.

(2) Liquidationswertverfahren Während für Substanzwertverfahren die Prämisse der Unternehmensfortführung gilt, wird bei der Ermittlung des Liquidationswertes von einer Zerschlagung der Gesellschaft ausgegangen.⁵⁸ Der Unternehmenswert wird hiernach folglich bestimmt, indem man die Summe aus den erzielbaren Preisen bei einer vollständigen Veräußerung der Unternehmensgegenstände bildet. Die Höhe des bestimmten Liquidationswertes ist dabei maßgeblich abhängig von der Zerschlagungsgeschwindigkeit und der Zerschlagungsintensität.⁵⁹

Der Liquidationswert erfüllt praktisch eine Kontrollfunktion. Er stellt die Mindestgröße des Unternehmenswertes dar. Mithin ist es zu empfehlen, ihn bei der Wertbestimmung heranzuziehen.

⁵³ Vgl. zur Einzelbewertung Wöhe/Döring, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 2010, S. 741.

⁵⁴ Vgl. Mandl/Rabel, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2009, S. 82 f.

⁵⁵ Vgl. Weitmann/Bubeck, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 301.

⁵⁶ Vgl. Mandl/Rabel, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2009, S. 82; Widmann, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 147.

⁵⁷ Vgl. Weitmann/Bubeck, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 302.

⁵⁸ Vgl. Widmann, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 160.

⁵⁹ Vgl. dazu Mandl/Rabel, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2009, S. 85; Weitmann/Bubeck, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 302; Widmann, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 160.

cc) Mischverfahren

Als Mischverfahren bezeichnet man alle Methoden, die weder den Gesamt- noch den Einzelbewertungsverfahren zuzurechnen sind. Gerade bei ihnen gibt es eine Vielzahl von Kombinationsmöglichkeiten. Auf diesem Wege können insb. die Nachteile einzelner Methoden auf ein Minimum reduziert werden.

2. Transaktionsfinanzierung

Allgemein betrachtet kann der Kaufpreis für ein Unternehmen über drei verschiedene Quellen finanziert werden: aus der freien Liquidität des erwerbenden Unternehmens, durch neues Eigen- oder Fremdkapital der erwerbenden Gesellschaft oder über eine Akquisitionsgesellschaft, die durch Zugriff auf die freien Cash-Flows der Zielgesellschaft das zum Kauf aufgenommene Fremdkapital bedient.⁶⁰ Auf dieser Grundlage lassen sich zwei Instrumente der Transaktionsfinanzierung erkennen. Die Rede ist von der Innen- und der Außenfinanzierung.

a) Innenfinanzierung

Bei der Innenfinanzierung erfolgt die Mittelbeschaffung für den Unternehmenskaufpreis aus eigenen Mitteln der aufkaufenden Gesellschaft, die aus dem freien Cash-Flow des Käufers, dem Verzicht auf Gewinnausschüttungen oder über den Verkauf von Unternehmensteilen gebildet wurden.⁶¹ Diese liquiden Mittel eines Unternehmens werden umgangssprachlich auch als sog. „Kriegskasse“ verstanden, die geplündert wird, wenn (große) Akquisitionen umgesetzt werden sollen.

Eine Finanzierung insb. von großen bis sehr großen Transaktionen lässt sich nur in besonderen Fällen komplett von Innen realisieren. Dies ist auch darauf zurückzuführen, dass gerade börsennotierte Gesellschaften eine relative Dividendenkontinuität verfolgen und dadurch die Einbehaltung von Gewinnen nicht beliebig den Investitionsabsichten anpassen können.⁶² Von der theoretischen Seite betrachtet erscheint die Innenfinanzierung jedoch als die einfachste und i. d. R. vorteilhafteste Form der Übernahmefinanzierung, da keine Aufnahme externen Kapitals notwendig ist.

b) Außenfinanzierung

Im Gegensatz zur Innenfinanzierung versteht man unter Außenfinanzierung die primäre Beschaffung von Finanzmitteln am Geld- und Kapitalmarkt.⁶³ Unterschieden

⁶⁰ Vgl. Mittendorfer, *Praxishandbuch Akquisitionsfinanzierung*, 2007, 1.1.

⁶¹ Vgl. Siegert/Landwehrmann, in: Triebel (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions*, 2004, Rn. 142.

⁶² Vgl. Raupach, in: Hölters (Hrsg.), *Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs*, 2010, Teil III Rn. 34.

⁶³ Vgl. Raupach, in: Hölters (Hrsg.), *Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs*, 2010, Teil III Rn. 3.

wird in diesem Bereich anhand der Stellung des Kapitalgebers. Während es sich um Eigenkapital handelt, wenn der Eigentümer Finanzmittel zur Verfügung stellt, ist von Fremdkapital bei Liquiditätszufuhr durch Gläubiger die Rede. Ein in der Praxis mittlerweile häufig anzutreffendes Element ist die sog. mezzanine bzw. hybride Finanzierung. Diese lässt sich als Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital verstehen.⁶⁴

aa) Finanzierung durch Eigenkapital

Bei der Eigenkapitalfinanzierung werden die Finanzmittel von den Betriebseigentümern bzw. von den Teilhabern zur Verfügung gestellt. Mit der Mittelhingabe erwirbt der Geldgeber Eigentümerrechte, die insb. das Recht auf einen Anteil am Gewinn und am Liquidationserlös der Gesellschaft umfassen.

Die Möglichkeit der Eigenkapitalfinanzierung lässt sich weiterhin in zwei verschiedene Formen unterteilen. Die Mittel könnten von den bisherigen Eigentümern stammen oder sie wurden von neuen Teilhabern aufgebracht. Die erste Alternative lässt sich v. a. bei börsennotierten Unternehmen in die Praxis umsetzen. Anhand von Kapitalerhöhungen können neue Aktien emittiert werden. Dadurch fließt der Gesellschaft frisches Kapital zu. Zu beachten sind in diesem Zusammenhang die aktienrechtlichen Vorschriften bezüglich der Kapitalerhöhungen und deren Folgen (vgl. §§ 182 ff. AktG).⁶⁵

Nicht-börsennotierte Unternehmen haben es ungleich schwerer an frisches Eigenkapital zu kommen. Dies liegt v. a. daran, dass der Kapitalbedarf in der Regel nicht allein von den Altgesellschaftern gedeckt werden kann.⁶⁶ Vielmehr gilt es in diesen Fällen, neue Gesellschafter zu gewinnen, die das nötige Kapital als eigene Mittel in das Unternehmen einbringen. Diese zweite Variante der Eigenkapitalfinanzierung wird in der Praxis gängigerweise mit den Begrifflichkeiten „Private Equity“ und „Venture Capital“ verknüpft. Allgemein versteht man unter diesen beiden Begriffen eine Beteiligungsfinanzierung, die von außerhalb des organisierten Kapitalmarktes funktioniert und mit erheblichen Kontroll-, Informations- und Mitentscheidungsrechten zugunsten der sog. Kapitalbeteiligungsgesellschaften verbunden ist.⁶⁷ Unterschieden wird bei diesen hinsichtlich des Eingehungsrisikos bei der Beteiligung. Ist dieses als besonders hoch einzustufen, spricht man von Wagniskapital („Venture Capital“), andernfalls von „Private Equity“.⁶⁸

⁶⁴ Vgl. Raupach, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil III Rn. 3; Siebert/Landwehrmann, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 156.

⁶⁵ Problematisch ist dabei v. a. die zeitnahe Umsetzung, da für Kapitalerhöhungsmaßnahmen die Zustimmung der Hauptversammlung nötig ist. Des Weiteren ist an dieser Stelle die Problematik des Bezugsrechts zu beachten. Ausf. dazu Schmidt, Gesellschaftsrecht, 2002, S. 901 ff.

⁶⁶ Vgl. Raupach, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil III Rn. 42.

⁶⁷ Vgl. Schuler, in: Hockmann/Thießen (Hrsg.), Investment Banking, 2007, S. 241.

⁶⁸ Vgl. zur Unterscheidung Claussen, in: Claussen (Hrsg.), Bank- und Börsenrecht, 2008, § 1 Rn. 81; Fanselow, in: von Hagen/von Stein (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, 2000, S. 1000.

Der Vorteil des Beteiligungskapitals gegenüber dem klassischen Fremdkapital (v. a. Darlehen) liegt insb. in der Beseitigung von Finanzierungsengpässen. Fehlt es an unternehmensinternen Sicherheiten, scheidet die Aufnahme von Fremdkapital faktisch regelmäßig aus. Diese Tatsache hat der Beteiligungsbranche zum Durchbruch verholfen.⁶⁹

bb) Finanzierung durch Fremdkapital

Von Fremdkapital ist immer dann die Rede, wenn ein Dritter als Gläubiger dem Unternehmen Kapital zur Verfügung stellt. Das klassische Element des Fremdkapitals ist der Kredit. Dieser wird gewöhnlich von den Hausbanken der Unternehmen zur Finanzierung der Übernahme ausgereicht. Der Käufer ist in der Regel bestrebt, beim Unternehmenskauf einen möglichst großen Hebeleffekt, der sich aus der Differenz von hoher Kapitalrendite und geringer Zinsbelastung ergibt, zu erzielen (sog. Leverage-Effect).⁷⁰ Jedoch darf nicht vergessen werden, dass es für viele Unternehmen schwierig ist, einen Zugang zu langfristigen Fremdfinanzierungen, insb. zu Krediten, zu finden. Dies ist sowohl den Vorschriften von Basel II als auch in manchen Fällen fehlenden Sicherheiten geschuldet.⁷¹

Alternativ oder auch kumulativ zum Kredit gilt die Anleihe am Kapitalmarkt als andere Möglichkeit der Fremdkapitalfinanzierung. Notwendig ist hierbei nicht, dass das Unternehmen selbst börsennotiert ist.⁷² Allerdings stellt sich diese Form der Kapitalzuführung häufig auch als kostenaufwendig für die jeweiligen Gesellschaften dar.

cc) Mischformen

Die sog. hybriden Finanzinstrumente bzw. das sog. mezzanine Kapital stehen zwischen der Eigen- und der Fremdkapitalfinanzierung.⁷³ Diese in der Praxis mittlerweile sehr begehrte Art und Weise der Akquisitionsfinanzierung verbindet die Vorteile der beiden klassischen Formen der Finanzierung von außen. Je nach den Bedürfnissen des Unternehmens kann ein eher eigenkapitalnahes (Equity Mezzanine) oder auch ein eher fremdkapitalnahes (Debt Mezzanine) Instrument gewählt werden.⁷⁴

⁶⁹ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), *Praxishandbuch Unternehmenskauf*, 2009, S. 16.

⁷⁰ Vgl. Bergjan, in: Saenger/Aderhold/Lenkaitis/Speckmann (Hrsg.), *Handels- und Gesellschaftsrecht*, 2011, § 11 Rn. 254; Raupach, in: Hölters (Hrsg.), *Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs*, 2010, Teil III Rn. 121; Weber/Hohaus, *Buy-outs*, 2010, S. 11.

⁷¹ Ausf. zu den Anforderungen hins. der Eigenkapitalausstattung nach Basel II Schiessl, *ZHR* 170 (2006), 522 ff. Bezug nehmend auf die Auswirkungen des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes auf Basel II Mann/Leyendecker, *BB* 2009, 226 ff.

⁷² Vgl. Raupach, in: Hölters (Hrsg.), *Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs*, 2010, Teil III Rn. 178.

⁷³ Vgl. Ekkenga, in: Claussen (Hrsg.), *Bank- und Börsenrecht*, 2008, § 6 Rn. 172; Rodde, in: Hockmann/Thießen (Hrsg.), *Investment Banking*, 2007, S. 275.

⁷⁴ Vgl. Ekkenga, in: Claussen (Hrsg.), *Bank- und Börsenrecht*, 2008, § 6 Rn. 172; Raupach, in: Hölters (Hrsg.), *Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs*, 2010, Teil III Rn. 204.

Das mezzanine Kapital erscheint auf Grund der Gestaltungsflexibilität in vielen Formen. Zu nennen sind an dieser Stelle die gebräuchlichsten wie stille Beteiligungen⁷⁵, Wandelanleihen, Genussscheine und subordinierte Darlehen.⁷⁶

Dem ersten Anschein nach ist die mezzanine Finanzierung der Königsweg der Unternehmenskauffinanzierung. Jedoch ist zu bedenken, dass die Kosten für diese Form der Kapitalzuführung sehr hoch sind.⁷⁷ Darüber hinaus verfügen mezzanine Kapitalgeber im Vergleich zu reinen Fremdkapitalgebern in der Regel über erhöhte Kontroll- und Mitwirkungsrechte.⁷⁸ Hinzu kommen häufig umfassende Pflichten zur Berichterstattung. Folglich stehen den positiven Aspekten auch gewichtige negative gegenüber. Dies lässt insgesamt die Schlussfolgerung zu, dass Kriterien wie die Verschuldungskapazität oder auch das Ansehen am Kapitalmarkt die jeweilige Finanzierungsgestaltung im Rahmen einer Unternehmensakquisition bestimmen sollten. Ein allgemeines Konzept, was die einzelnen Finanzierungsmöglichkeiten anbelangt, ist nicht aufstellbar.⁷⁹

III. Organisation und Ablauf einer M&A-Transaktion

Obgleich jede Transaktion eigene Besonderheiten hinsichtlich von Organisation und Ablauf aufweist⁸⁰, lassen sich doch im Allgemeinen immer wiederkehrende Phasen bei der Realisierung eines Unternehmenskaufs erkennen.

1. Vorbereitungsphase

Die Vorbereitungsphase wird im Rahmen einer Transaktion gemeinhin als der wichtigste Zeitraum eingeschätzt.⁸¹ Sie entscheidet in aller Regel über Erfolg oder Misserfolg. Die Konsequenzen aus Fehlern in dieser Phase sind sehr schwerwiegend.⁸²

⁷⁵ Ausf. zu der stillen Gesellschaft als Beteiligungsinstrument und den Unterschieden zwischen atypischer und typischer stiller Beteiligung Blaurock, Handbuch der stillen Gesellschaft, 2010, 2.42, 1.27 ff.

⁷⁶ Vgl. Raupach, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaus, 2010, Teil III Rn. 203; Siegert/Landwehrmann, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 156.

⁷⁷ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 9.

⁷⁸ Vgl. Siegert/Landwehrmann, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 156.

⁷⁹ Vgl. zu Finanzierungsinstrumenten in Abhängigkeit von Informationsasymmetrie und Geschäftsrisiko Siegert/Landwehrmann, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 146 ff.

⁸⁰ Beachte v. a. die Besonderheiten bei einer öffentlichen Übernahme nach dem WpÜG. Siehe dazu unten B.II.

⁸¹ Vgl. Schmitz, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 557.

⁸² Vgl. Schmitz, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 557.

a) Interne Vorbereitung

Am Anfang steht die interne Vorbereitung der Akquisition sowohl auf Käufer- als auch auf Verkäuferseite.⁸³ Es gilt, zunächst einmal ausführlich zu prüfen, ob das Zielunternehmen überhaupt das richtige Kaufobjekt ist bzw. ob aus Verkäufersicht eine Veräußerung tatsächlich vorgenommen werden soll.⁸⁴ Zwar erscheint dies nahezu banal zu sein, allerdings lässt sich in der Praxis oft feststellen, dass eine vorbereitende, ausführliche Prüfung der Transaktion viel zu selten und viel zu oberflächlich vorgenommen wird.⁸⁵ Insbesondere sind an dieser Stelle die Strategien auf der Käuferseite zu bedenken. Eine kaufmännische Prüfung der Transaktion ist schon hier erforderlich.

Darüber hinaus sollte grds. bereits in diesem Stadium die Informationsgewinnung für den Verkäufer im Vordergrund stehen, da es unter bestimmten Umständen für diesen wichtig sein kann, sich einen genauen Überblick über mögliche Stärken und Schwächen seines Unternehmens zu verschaffen.⁸⁶

Eine optimale Informationsgewinnung kann durch eine sog. „Vendor Due Dilligence“ erfolgen. Hierunter versteht man eine umfangreiche Prüfung des Unternehmens durch den Verkäufer selbst.⁸⁷ Dabei wird festgestellt, ob das Unternehmen sowohl wirtschaftlich als auch rechtlich verkaufsfähig ist.⁸⁸ Darüber hinaus verbessert es die allgemeine Verhandlungssituation des Verkäufers, da er sich besser auf eventuelle Risiken einstellen kann und dadurch einen besseren Überblick über den Verkaufsprozess behält.⁸⁹

Auch kann die genaue Prüfung des Unternehmens durch den Verkäufer selbst die Grundlage für die Bewertung des Kaufobjektes durch den Käufer sein. Bei dieser, in der Praxis nicht üblichen Verfahrensweise, ist für den Käufer besondere Vorsicht geboten. Schließlich muss er sich auf die Richtigkeit des Prüfungsergebnisses verlassen können. Dies geschieht nicht nur durch die Involvierung unabhängiger Dritter bei der Prüfung, sondern insb. durch eine Aufbereitung der Faktenlage, die für den Käufer relevant ist und nicht nur allgemeine Daten wiedergibt.⁹⁰ Das Vertrauen auf die Ordnungsgemäßheit der Prüfung wird letztendlich auch dadurch gestärkt, dass der Verkäufer zu einem späteren Zeitpunkt bereit ist, rechtlich für die Richtigkeit der Angaben einzustehen.

Ist das Unternehmen wirtschaftlich verkaufsfähig, muss noch die rechtliche Verkaufsfähigkeit geprüft werden. Um diese herzustellen, bedarf es mitunter der Beseitigung von rechtlichen Verkaufshindernissen, indem Vereinbarungen mit den

⁸³ Vgl. Bergjan, in: Saenger/Aderhold/Lenkaitis/Speckmann (Hrsg.), Handels- und Gesellschaftsrecht, 2011, § 11 Rn. 20; Gran, NJW 2008, 1409 (1409).

⁸⁴ Siehe unter A.I. – strategische Aspekte des Unternehmenskaufs.

⁸⁵ Vgl. Schmitz, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 561 f.

⁸⁶ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 18.

⁸⁷ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 18.

⁸⁸ Vgl. Schmitz, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 565.

⁸⁹ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 18.

⁹⁰ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 18.

Berechtigten geschlossen werden.⁹¹ Es ist offensichtlich, dass ohne Auflösung und Klärung von rechtlichen Verkaufshindernissen der Ablauf und Erfolg der Transaktion erheblich in Gefahr ist.

b) Beraterauswahl

Am Kauf oder Verkauf eines Unternehmens sind gewöhnlich nicht nur der Verkäufer und der Käufer selbst beteiligt. Vielmehr treten neben den internen „Teams“ der beiden Parteien noch weitere, auf Transaktionen spezialisierte Berater auf den Plan. Zu diesen gehören sowohl Rechtsanwälte für den rechtlichen Bereich⁹², als auch Steuerberater und Wirtschaftsprüfer⁹³ und besondere M&A-Berater⁹⁴ bzw. Investmentbanken⁹⁵. Bei Bedarf spielen auch weitere Spezialisten wie bspw. Umweltberater eine Rolle.

Die Auswahl der Berater sollte bereits im frühen Stadium der Vorbereitungsphase erfolgen damit die Transaktion direkt von Beginn an von externen Spezialisten rundum begleitet werden kann. Durch die nach außen erfolgende Darstellung der Beratungskompetenzen („Beauty Contests“) werden Verkäufer und Käufer in die Lage versetzt, eine breite Auswahl hinsichtlich der Beauftragung unterschiedlicher Experten zu haben.⁹⁶

c) Strukturfestlegung

Vorüberlegungen sollten auch hinsichtlich der Transaktionsstruktur angestellt werden.⁹⁷ Grundlegend ist hierbei die Unterscheidung zwischen dem sog. Asset Deal und dem sog. Share Deal.

Letzterer wird als ein Beteiligungserwerb verstanden.⁹⁸ Es gehen in einem solchen Fall folglich die Geschäftsanteile von dem Unternehmensträger auf den Käufer über.

⁹¹ Vgl. zum Vorhandensein von satzungsmäßigen Vetorechten Schmitz, in: Triebel (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions*, 2004, Rn. 567.

⁹² In der Praxis spielen bei M&A-Beratungen insb. die sog. Großkanzleien eine tragende Rolle bei der rechtlichen Begleitung. U.a. Allen & Overy, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, Clifford Chance, Freshfields Bruckhaus Deringer, Gleiss Lutz, Hengeler Mueller, Hogan Lovells, Latham & Watkins, Linklaters, Milbank Tweed Hadley & McCloy, Taylor Wessing, White & Case etc.

⁹³ U.a. die „big four“ Deloitte, Ernst & Young, KPMG, PWC.

⁹⁴ U.a. Angermann, DB Consult, Equinet, Günther & Partner, Lazard, Leonardo, Lincoln, M&A International etc.

⁹⁵ U.a. Calyon, Citygroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Close Brothers, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan, Merrill Lynch, Metzler, Morgan Stanley, Rothschild, Sal. Oppenheim, UBS etc.

⁹⁶ Vgl. Gran, NJW 2008, 1409 (1409).

⁹⁷ Vgl. Gran, NJW 2008, 1409 (1409).

⁹⁸ Vgl. Semler, in: Hölters (Hrsg.), *Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs*, 2010, Teil VII Rn. 8.

Hierfür kommen sowohl Personen- als auch Kapitalgesellschaften in Betracht.⁹⁹ Bei dieser Erwerbsform bleibt die Zuordnung aller aktiven und passiven Vermögenswerte des Unternehmens unverändert bei der Gesellschaft selbst.¹⁰⁰ Es findet lediglich eine Änderung der Eigentumsstruktur der betreffenden Gesellschaft statt.¹⁰¹

Der Asset Deal hingegen beschreibt das juristische Gegenstück. Hiernach erfolgt der Unternehmenskauf durch den Kauf einzelner Wirtschaftsgüter.¹⁰² Es werden mit- hin unmittelbar die Sachen, Rechte und sonstigen Güter auf den Käufer übertragen, aus denen sich das Unternehmen zusammensetzt.¹⁰³ Dies erscheint als eine Form der Einzelrechtsnachfolge. Im Rahmen einer (größeren) Transaktion stellt sich hier regelmäßig das Problem, dass auf Grund des sachenrechtlichen Bestimmtheitsgrundsatzes jeder Gegenstand und jedes Recht etc. genau bezeichnet werden muss, damit eine wirksame Übereignung erfolgen kann.¹⁰⁴

Nach der Gewissheit des beabsichtigten Verkaufs in Form des Asset- bzw. des Share Deals sollte ferner über das genaue Verfahren nachgedacht werden. Im Allgemeinen kommen bei einer privaten Übernahme individuelle Verhandlungen mit potenziellen Käufern oder ein sog. Bieterverfahren in Betracht.¹⁰⁵ Ein solches lässt sich v. a. daran erkennen, dass eine Investmentbank auf Verkäuferseite eingeschaltet wird und die speziellen Verhandlungsregeln vorgibt.¹⁰⁶ Hintergrund dieser sog. „Controlled Auction“ ist das Ziel des Veräußerers, das Unternehmen an den Interessenten zu veräußern, der den höchsten Preis bietet.¹⁰⁷ Zusammenfassend lässt sich für diese besondere Verlaufsform festhalten, dass hier die Käufer in die Pflicht genommen werden, ihr Kaufangebot zu präsentieren. Es entsteht dadurch eine Art Bieter-Wettbewerb, der zunehmend intensiver wird und in die eigentlichen Vertragsverhandlungen bzw. in den Vertragsschluss mündet.¹⁰⁸ Allerdings ändert sich der genaue Ablauf auch von Fall zu Fall.¹⁰⁹ Bei individuellen Verhandlungen

⁹⁹ Vgl. grundlegend zur Übertragung von GmbH-Anteilen BGHZ 65, 246 ff.

¹⁰⁰ Vgl. Semler, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil VII Rn. 8.

¹⁰¹ Vgl. Raupach, in: Hockmann/Thießen (Hrsg.), Investment Banking, 2007, S. 207.

¹⁰² Vgl. Bergjan, in: Saenger/Aderhold/Lenkaitis/Speckmann (Hrsg.), Handels- und Gesellschaftsrecht, 2011, § 11 Rn. 14; Eilers/Ortmann, in: Picot (Hrsg.), Handbuch Mergers & Acquisitions, 2008, S. 110.

¹⁰³ Vgl. Semler, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil VII Rn. 8.

¹⁰⁴ Ausf. zum Bestimmtheits- oder Spezialitätsgrundsatz im Allgemeinen Weber, Sachenrecht I, 2010, § 4 Rn. 8 f.

¹⁰⁵ Vgl. Gran, NJW 2008, 1409 (1410).

¹⁰⁶ Vgl. Hölters, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil I Rn. 149.

¹⁰⁷ Vgl. Hölters, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil I Rn. 149.

¹⁰⁸ Vgl. Picot, in: Picot (Hrsg.), Handbuch Mergers & Acquisitions, 2008, S. 31 f.

¹⁰⁹ Eine Darstellung des Ablaufs eines Bieterverfahrens im Vergleich zu einem „normalen“ Transaktionsablauf soll der spezielleren Literatur vorbehalten bleiben. Vgl. dazu bspw. Hölters, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil I Rn. 159.

mit potenziellen Käufern, also dem Grundfall mit zwei Verhandlungspartnern, stellt sich hingegen die Struktur des Ablaufs nicht derart starr dar. Diese Art der Transaktionsabwicklung soll vorliegend als zu betrachtende Grundform dienen.

d) Vorbereitung des Datenraums

Der hier letzte Teil der Vorbereitungsphase ist ein für die Praxis sehr bedeutender. Damit der potenzielle Käufer sich umfassend über das Zielunternehmen informieren kann, muss der Verkäufer so viele Details über das Kaufobjekt bereitstellen wie möglich.¹¹⁰ Die Einsichtnahme in die Unterlagen findet dabei im sog. Datenraumverfahren statt („Data Rooms“).¹¹¹ Diese „Informationsbereiche“ vorzubereiten erscheint für alle Beteiligten während der Vorbereitungsphase am sinnvollsten. Insbesondere die Auflistung aller bedeutenden Fakten, die für den möglichen Erwerber von Interesse sind¹¹², wird dem Verkäufer in kurzer Zeit nicht gelingen bzw. erscheint in einem späteren Stadium schlicht unprofessionell.

2. Durchführungsphase

Sind alle Vorbereitungen getroffen, kann die weitere Prozedur durchgeführt werden. An der Spitze steht eine gelungene Kontaktaufnahme, die als „Türöffner“ Verhandlungen zwischen Verkäufer und Kaufinteressenten überhaupt möglich macht. Gefolgt wird diese von etwaigen Geheimhaltungsverpflichtungen und dem Kern einer Transaktion, der Due-Diligence Prüfung.

a) Kontaktaufnahme

Gerade in Fällen einer feindlichen Übernahme¹¹³, also wenn das Management der Zielgesellschaft einer Übernahme nicht positiv gegenübersteht, wird der Kontakt in der Regel von der Käuferseite hergestellt. Andernfalls geschieht dies grundsätzlich durch den sog. „Teaser“, eine Art Informationsbrief des Verkäufers für etwaige Kaufinteressenten.¹¹⁴ Das Ziel dieses Anschreibens ist es, die Vorzüge der Transaktion zu vermitteln und die Attraktivität des zu verkaufenden Unternehmens zu beschreiben.¹¹⁵ Gewöhnlich ist der Verkäufer im Rahmen des Informationsbriefes daran

¹¹⁰ Ein besonders heikler Punkt hierbei ist die Frage, welche Informationen man besser nicht bekannt geben sollte.

¹¹¹ Die verschiedenen Formen der Durchführung werden unten im Rahmen der Due-Diligence behandelt.

¹¹² Beachte an dieser Stelle insb. die gängigen Prüfungspunkte bei der Due-Diligence.

¹¹³ Ausf. zur Unterscheidung zwischen freundlicher und feindlicher Übernahme Beisel, in: Beisel/Klump, Der Unternehmenskauf, 2009, 14. Kap. Rn. 15.

¹¹⁴ Vgl. Gran, NJW 2008, 1409 (1410).

¹¹⁵ Vgl. Gran, NJW 2008, 1409 (1410).

interessiert, dass der Markt keinerlei unmittelbare Hinweise auf sein Unternehmen erlangt. Vielmehr erscheint es ratsam, weder unverwechselbare Details, noch den Namen der Zielgesellschaft zu diesem Zeitpunkt preiszugeben.¹¹⁶

b) Informations- contra Vertraulichkeitsinteresse

Die Situation zu diesem Zeitpunkt ist geprägt von Zurückhaltung der Verkäuferseite, was die Mitteilung interner Details anbelangt und zugleich von großem Informationsinteresse des möglichen Käufers, was die Zielgesellschaft angeht. Um einen Kompromiss innerhalb dieses Konflikts zu finden, hat sich der Gebrauch einer Vertraulichkeitsvereinbarung zwischen dem Verkäufer und den Kaufinteressenten in der Praxis durchgesetzt.

Ein sog. „confidentiality or non disclosure Agreement“ wird in der Regel abgeschlossen, wenn ein oder mehrere potenzielle Käufer ein ernsthaftes Interesse am Erwerb des Zielunternehmens signalisieren.¹¹⁷ Hintergrund dafür ist die Unsicherheit des Verkäufers, nicht zu wissen, ob es tatsächlich zu einem Vertragsabschluss kommt. Mithin besteht für diesen die Gefahr, dass die von Kaufinteressenten erlangten Informationen für eigene Zwecke und zum Nachteil des Veräußerers verwendet werden.¹¹⁸ Die Vertraulichkeitsvereinbarung sollte in jedem Fall von eindeutig formulierten Begrifflichkeiten geprägt sein. So empfiehlt sich insb. die Festlegung, welche Informationen als vertraulich einzuordnen sind und an welchen Personenkreis diese entsprechenden Informationen weitergegeben werden dürfen.¹¹⁹ Auch ist in den meisten Fällen eine Erweiterung dieser Bestimmung auf Verhandlungsgespräche lohnenswert. Das ist wichtig, weil ein zu frühes Bekanntwerden des Veräußerungsvorhabens zu diversen Irritationen auf dem Markt, bei den Arbeitnehmern und den Kredit gewährenden Banken führen kann.¹²⁰ Um den Vertraulichkeitsfestlegungen einen besonderen Nachdruck zu verleihen, sollten die Sanktionen bei einem Verstoß für den potenziellen Käufer empfindlich sein. Hier bietet es sich an, auf Vertragsstrafen und/oder einen pauschalierten Schadensersatz zurückzugreifen.¹²¹ Der tatsächliche Eintritt eines Schadens sollte dabei nicht als anspruchsbegründendes Merkmal vorausgesetzt werden.¹²² Weiterhin ist es für den Verkäufer innerhalb der Vertraulichkeitsabrede regelmäßig von Interesse, jegliche Vertrauenshaftung

¹¹⁶ Vgl. Gran, NJW 2008, 1409 (1410); van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 19.

¹¹⁷ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 19.

¹¹⁸ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 2. Kap. Rn. 20; Picot, in: Picot (Hrsg.), Handbuch Mergers & Acquisitions, 2008, S. 201; van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 20.

¹¹⁹ Vgl. Gran, NJW 2008, 1409 (1410); van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 20.

¹²⁰ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 20.

¹²¹ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 2. Kap. Rn. 20; Gran, NJW 2008, 1409 (1410).

¹²² Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 20.

gegenüber den Bietern auszuschließen und sich selbst das ausdrückliche Recht vorzubehalten, einzelne Bieter jederzeit und ohne Grund aus der Verhandlung ohne eigene Haftung auszuschließen.¹²³

Nun versorgt eine Vertraulichkeitsvereinbarung den potenziellen Käufer noch nicht per se mit den Informationen, die er sich über die Zielgesellschaft wünscht. Um ein Gleichgewicht zwischen Geheimhaltungs- bzw. Informationsinteresse herzustellen, erfolgt daher regelmäßig nach der Vertraulichkeitsvereinbarung der zweite Schritt durch das sog. Informationsmemorandum („offering Memorandum“). In diesem Verkaufsprospekt wird das zur Veräußerung stehende Zielunternehmen angeboten.¹²⁴ In der Regel werden dabei die wichtigsten Daten, Fakten und Zahlen des Zielunternehmens zusammengestellt.¹²⁵ Dadurch erhält der potenzielle Käufer alle grundlegenden Informationen bezüglich des Kaufobjektes. Von entscheidender Bedeutung für die späteren Vertragsdetails ist der qualitative Inhalt des Prospekts.¹²⁶ Mithin kann es in speziellen Fällen also angezeigt sein, nicht nur Schlüsselzahlen oder die Marktstellung preiszugeben, sondern darüber hinaus auch Ausführungen zu Angeboten, Perspektiven bzw. Chancen oder auch zum Personal zu machen. Ein weiteres Element, das für einen Informationsfluss zugunsten des Käufers sorgt, ist die häufig im Anschluss an das Memorandum erfolgende Präsentation des Managements der Zielgesellschaft. Es findet somit an dieser Stelle im Gegensatz zur Übersendung des Verkaufsprospektes ein physisches Treffen statt, bei dem der Verkäufer dem oder auch den Kaufinteressenten im Rahmen einer Präsentation interne Informationen und Daten vorstellt.¹²⁷ Dies gibt dem möglichen Käufer zum ersten Mal die Gelegenheit, das Management des Kaufobjektes kennen zu lernen und selbst gezielte Fragen zu stellen.¹²⁸ Auch hier kann die Qualität der Darstellung zum Erfolg oder Misserfolg der Transaktion beitragen.

c) Absichtserklärung

Nach der Versorgung des Interessenten mit ersten Informationen und damit zum Abschluss des ersten Verhandlungsstadiums, wird grundsätzlich ein sog. „Letter of Intent“ abgeschlossen.¹²⁹ Diese Absichtserklärung (auch als „Memorandum of understanding“ bezeichnet) hat den Sinn, die Ernsthaftigkeit des Erwerbs- bzw.

¹²³ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 20.

¹²⁴ Vgl. Gran, NJW 2008, 1409 (1410).

¹²⁵ Vgl. Gran, NJW 2008, 1409 (1410); Hölters, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil I Rn. 156; van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 21.

¹²⁶ Vgl. Raupach, in: Hockmann/Thießen (Hrsg.), Investment Banking, 2007, S. 212.

¹²⁷ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 22.

¹²⁸ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 22.

¹²⁹ Vgl. nur Bergjan, in: Saenger/Aderhold/Lenkaitis/Speckmann (Hrsg.), Handels- und Gesellschaftsrecht, 2011, § 11 Rn. 28; Hölters, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil I Rn. 150.

Veräußerungsinteresses zu bekräftigen.¹³⁰ Dabei ist aber strikt zwischen einer bindenden („binding“) und einer nicht bindenden („non-binding“) Ausgestaltung des „Letter of Intent“ zu unterscheiden. Während ein „binding Letter of Intent“ einen Vorvertrag darstellt, der die Verpflichtung zum Abschluss des Kaufvertrags über das Zielunternehmen beinhaltet, hat die (gängige) nicht bindende Absichtserklärung die Aufgabe, eine nachweisbare Grundlage für die Vertragsverhandlungen und die damit verbundenen Haftungsmöglichkeiten aus der culpa in contrahendo (vgl. §§ 311 II, 241 II BGB) zu schaffen.¹³¹ So erwachsen aus einem solchen Vertrauensverhältnis insb. Pflichten, den anderen Teil vor Schäden, die mit den Verhandlungsgesprächen zusammenhängen, zu bewahren und über mögliche vorliegende Umstände, die für den anderen Teil bedeutsam sein können, aufzuklären. Für den Fall, dass eine dieser Pflichten verletzt wird, steht eine Schadensersatzpflicht im Raum.¹³²

Festzuhalten ist, dass eine Verhinderung jeglicher Rechtswirkung bei Abschluss einer Absichtserklärung, gleichgültig in welcher genauen Ausgestaltung, kaum möglich ist.¹³³ Einzig und allein der Inhalt und der Umfang der anschließend geltend gemachten Ansprüche sind verschieden.¹³⁴

In der Praxis hat es sich bewährt, die Rechtsfolgen, insb. was den Abbruch von Vertragsverhandlungen betrifft, so präzise wie möglich zu gestalten. Dadurch kann man der häufig zu Konflikten führenden Problematik rund um die sog. „break-up Fees“ entgegen.¹³⁵ Auch bietet sich die Festlegung einer Leitlinie für die Zeit bis zum Vertragsabschluss an. So kann gerade für erfolglos aufgewendete Kosten Ersatz verlangt werden, ohne einen Verschuldensnachweis erbringen zu müssen.¹³⁶

d) Abschichtung der Verhandlungen

Besonders bei umfangreichen und großen Transaktionen mit langwierigen Vertragsverhandlungen bietet es sich an, die bereits erzielten Ergebnisse der Verhandlungen in einem sog. „Memorandum of understanding“ schriftlich festzuhalten. Dieses Dokument hat den Zweck, die Verhandlungen abzuschichten und die bereits gefundenen Ergebnisse in die folgenden Verhandlungen einfließen zu lassen.¹³⁷ Im Vergleich zur

¹³⁰ Vgl. Gran, NJW 2008, 1409 (1410); Schmitz, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 599 m.w.N.

¹³¹ Vgl. zur Unterscheidung Gran, NJW 2008, 1409 (1410); Hölter, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil I Rn. 137; Picot, in: Picot (Hrsg.), Handbuch Mergers & Acquisitions, 2008, S. 202; Raupach, in: Hockmann/Thießen (Hrsg.), Investment Banking, 2007, S. 210.

¹³² Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 23.

¹³³ Vgl. Gran, NJW 2008, 1409 (1410).

¹³⁴ Ausf. zu den Haftungsfolgen im Vorvertragsstadium s. unten.

¹³⁵ Vgl. ausf. zum Problemkreis der Vertragsabbruchszahlungen Hilgard, BB 2008, 286 ff.

¹³⁶ Vgl. Gran, NJW 2008, 1409 (1410).

¹³⁷ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 24.

Absichtserklärung entfaltet es weder in Bezug auf Abschluss noch auf Inhalt des Kaufvertrages eine rechtliche Bindungswirkung.¹³⁸

e) Due-Diligence

Da der Kauf eines Unternehmens eine beträchtliche Investition darstellt, ist es nicht verwunderlich, dass der Kaufinteressent so viel wie nur möglich über das Ziel seiner Bemühung wissen möchte. Das oben bereits angesprochene Informationsmemorandum ist diesbezüglich als erster Schritt zwar hilfreich, zur Stillung des Informationsinteresses aber bei weitem nicht genug. Dafür ist die Vornahme einer „Durchleuchtung der Zielgesellschaft“ notwendig. Diese, regelmäßig als „Due-Diligence“ bezeichnet, bedeutet die sorgfältige Prüfung des Unternehmens, sowohl in rechtlicher als auch in wirtschaftlicher, finanzieller und steuerlicher Hinsicht.¹³⁹ Sie stellt regelmäßig den Kern einer Unternehmenstransaktion dar.¹⁴⁰ Das Ziel dieser Maßnahme ist es, die zwischen Verkäufer und Käufer bestehende Informationsasymmetrie auszuräumen.¹⁴¹ Es gilt, das Zielunternehmen hinsichtlich wertbildender Aspekte zu untersuchen.¹⁴² Mithin liegt auf der Hand, dass durch die Prüfung der Kaufpreis erheblich beeinflusst wird.

Der Begriff der Due-Diligence geht zurück auf das US-amerikanische Zivilrecht.¹⁴³ Dort gibt es im Bereich des Kaufrechts nicht die nach deutschem Recht gewöhnlichen Gewährleistungsrechte auf Seite des Käufers. Folglich hat der Käufer grundsätzlich keinen Anspruch auf Lieferung einer mangelfreien Kaufsache. Vielmehr gilt der sog. „Caveat-emptor-Grundsatz“. Nach dieser Regel haftet der Verkäufer nicht für die Mangelfreiheit des Kaufgegenstandes.¹⁴⁴ Vielmehr ist der Käufer durch eine genaue Untersuchung des Kaufobjektes gezwungen, vom Verkäufer Garantien oder Gewährleistungen zu verlangen, will er bei Problemen mit der Kaufsache eine Anspruchsmöglichkeit haben. Dies liegt allerdings in seinem eigenen Interesse.¹⁴⁵

¹³⁸ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 24.

¹³⁹ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 25.

¹⁴⁰ Vgl. Eggenberger, Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen und Folgen einer due-diligence Prüfung, 2001, S. 45; Gran, NJW 2008, 1409 (1410); Raupach, in: Hockmann/Thießen (Hrsg.), Investment Banking, 2007, S. 210.

¹⁴¹ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 2. Kap. Rn. 1; Böttcher, ZGS 2007, 20 (20).

¹⁴² Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 25; Vogt, DSrR 2001, 2027 (2027).

¹⁴³ Vgl. Bergjan, in: Saenger/Aderhold/Lenkaitis/Speckmann (Hrsg.), Handels- und Gesellschaftsrecht, 2011, § 11 Rn. 45; Fleischer/Körber, BB 2001, 841 (841).

¹⁴⁴ Vgl. Eggenberger, Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen und Folgen einer due-diligence Prüfung, 2001, S. 53.

¹⁴⁵ Vgl. Eggenberger, Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen und Folgen einer due-diligence Prüfung, 2001, S. 53.

Wie bereits erwähnt, dient die Due-Diligence Prüfung vor allem dazu, den Käufer in eine optimale Informationslage zu versetzen. Dadurch, dass dieser nun Zugang zu (allen) bewertungsrelevanten Unternehmensdaten hat, kommt der ausführlichen Prüfung auch ein erhebliches Gewicht bei der Gesamtbewertung zu.¹⁴⁶ Darüber hinaus erfüllt sie jedoch auch eine Beweissicherungs- und Haftungsfunktion.¹⁴⁷ So besteht beim Käufer der Wunsch, im Gegenzug für etwaige Risiken, die im Wege der Due-Diligence aufgedeckt wurden, eine Garantie des Verkäufers einzuholen, solange sie nicht die gesamte Transaktion gefährden und zu einem Abbruch der Verhandlungen führen (sog. „Dealbreaker“).¹⁴⁸ Der Verkäufer hingegen sieht regelmäßig durch eine genaue und detaillierte Prüfung seines Unternehmens die Möglichkeit einer Haftungsfreizeichnung nach § 442 Abs. 1 S. 1 BGB.¹⁴⁹ Hiernach kann der Käufer keine Gewährleistungsansprüche geltend machen, sofern er den Mangel an der Kaufsache kannte oder kennen musste. In diesem Zusammenhang stellt sich gewöhnlich die Frage, ob nun für den Käufer die Pflicht besteht, eine Due-Diligence Prüfung vornehmen zu müssen, um sich nicht vorzeitig die möglichen Anspruchsmöglichkeiten abzuschneiden.¹⁵⁰ Losgelöst von der haftungsrechtlichen Komponente der Due-Diligence Prüfung erfüllt diese auch die Funktion, Beweise für einen etwaigen Streitfall im Nachgang der Transaktion zu sichern.¹⁵¹ So lässt sich regelmäßig anhand der gesichteten Dokumente feststellen, welche Informationen dem Käufer als besonders wichtig erschienen.

Die Vornahme einer Due-Diligence ist gewöhnlich spezialisierten Beratern auf der Seite des Käufers vorbehalten.¹⁵² Die Art und Weise der ausführlichen Durchsuchung kann von Fall zu Fall verschieden sein. Am weitesten verbreitet sind physische und elektronische Datenräume. Bei der traditionellen, physischen Methode richtet der Verkäufer Räumlichkeiten ein, in denen er alle Unterlagen zur Durchsicht durch den Käufer bereitstellt.¹⁵³ Dieser wiederum kann sich, oft unter Aufsicht, diese Unterlagen in den Räumen ansehen und prüfen. Unüblich ist die Erlaubnis des Verkäufers, sich die Unterlagen zu kopieren oder diese aus den Datenräumen zu entfernen.¹⁵⁴ Die Gefahr der Weitergabe brisanter und geheimer Informationen ist regelmäßig zu groß. Damit verbunden ist ein großer Aufwand auf der Seite des Käufers, der in kurzer Zeit (der Datenraum ist gewöhnlich nicht rund um die Uhr geöffnet) eine Vielzahl von Informationen über das Transaktionsobjekt

¹⁴⁶ Dies wiederum ist Gegenstand der bereits oben unter A.II.1. erörterten Unternehmensbewertung.

¹⁴⁷ Vgl. Picot, in: Picot (Hrsg.), Handbuch Mergers & Acquisitions, 2008, S. 244; van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 26.

¹⁴⁸ Vgl. Elfring, JuS 2007, Beilage zu Heft 5, 3 (3); van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 26.

¹⁴⁹ Vgl. Elfring, JuS 2007, Beilage zu Heft 5, 3 (12).

¹⁵⁰ Auf diese Frage wird ausf. unter dem Punkt Haftung (A.IV.) eingegangen.

¹⁵¹ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 2. Kap. Rn. 4; van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 26.

¹⁵² Vgl. dazu Punkt A.III.1.b.

¹⁵³ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 29.

¹⁵⁴ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 29.

auswerten und katalogisieren muss.¹⁵⁵ Es ist nahe liegend, dass der Aufwand des Verkäufers hinsichtlich der Einrichtung eines physischen Datenraums mit dem Umfang der Daten steigt. Um dieser Problematik entgegenzuwirken und dem technischen Fortschritt gerecht zu werden, erfreut sich der elektronische (auch virtuelle) Datenraum immer größerer Beliebtheit.¹⁵⁶ Hierbei werden die Dokumente nicht mehr physisch in einem Raum bereit gehalten, sondern dem Interessenten über eine (gesicherte) Homepage zur Ansicht zur Verfügung gestellt.¹⁵⁷ Der Vorteil für den Verkäufer liegt v. a. durch die geringeren logistischen Probleme auf der Hand.¹⁵⁸ Auch bietet sich diese Form der Durchführung besonders an, wenn es mehrere Kaufinteressenten gibt. Darüber hinaus führt der virtuelle Datenraum dazu, dass der Verkäufer genauestens nachweisen kann, welche Dokumente sich der potenzielle Käufer angesehen hat. Dies kann bei einem späteren Garantiefall wegen der Enthftung des Verkäufers bei Kenntnis des Käufers vom Sachverhalt von entscheidender Bedeutung sein.¹⁵⁹ Auch der Kaufinteressent profitiert grundsätzlich von der moderneren Form der Due-Diligence Durchführung. So bleiben dem Bieter kostspielige Aufwendungen wie Fahrt- und Übernachtungskosten erspart.¹⁶⁰ Allerdings sind auch einige Nachteile für den potenziellen Käufer aufzuführen. Neben eventuellen technischen Problemen¹⁶¹ dürfte es den Interessenten v. a. belasten, permanent auf den Bildschirm schauen und zwischen verschiedenen Dokumenten hin und her schalten zu müssen.¹⁶² Eine Speichermöglichkeit der (geheimen) Dokumente wird der Verkäufer schließlich regelmäßig nicht einräumen. Im Interesse des Kaufinteressenten könnte bei dieser Gemengelage eine Kombination aus beiden Arten der Durchführung sein, wie sie in der Praxis auch anzutreffen ist.¹⁶³

Verschiedene Bereiche sind für den potenziellen Erwerber des Unternehmens im Rahmen einer Due-Diligence von Interesse.¹⁶⁴ Im Vordergrund der folgenden Darstellung stehen die Schwerpunkte Recht, Steuern und Finanzen.

Die sog. Legal Due-Diligence Prüfung beinhaltet die Betrachtung aller rechtlich relevanten Beziehungen der Zielgesellschaft nach innen und außen.¹⁶⁵ Die

¹⁵⁵ Vgl. Gran, NJW 2008, 1409 (1411); van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 29.

¹⁵⁶ Vgl. Gran, NJW 2008, 1409 (1411).

¹⁵⁷ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 30.

¹⁵⁸ Vgl. Gran, NJW 2008, 1409 (1411); van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 30.

¹⁵⁹ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 30.

¹⁶⁰ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 29.

¹⁶¹ Vgl. den Hinweis der Abhängigkeit von der Geschwindigkeit der Internetverbindung bei van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 30.

¹⁶² Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 30.

¹⁶³ Vgl. Gran, NJW 2008, 1409 (1411).

¹⁶⁴ Neben den typischen Bereichen, die nachfolgend näher dargestellt werden, können je nach Transaktionsobjekt auch andere Bereiche, wie z. B. Umwelt, Kultur oder Technik, eine gewisse Prüfungsrelevanz haben.

¹⁶⁵ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 28; Vogt, DStR 2001, 2027 (2027).

Prüfungsschwerpunkte sind von Fall zu Fall verschieden.¹⁶⁶ Regelmäßig sind allerdings die gesellschaftsrechtlichen (Corporate), die arbeitsrechtlichen (HR/Organisational), die vertragsrechtlichen (Commercial) und die immobilienrechtlichen (Real Estate) Besonderheiten zu beleuchten.¹⁶⁷

Die sog. Tax Due-Diligence erstreckt sich auf die Aufdeckung von steuerlichen Risiken beim Transaktionsobjekt und der Beantwortung der Frage, wie der Unternehmenskauf steueroptimiert durchgeführt werden kann.¹⁶⁸ In der Regel stehen hierbei Steuererklärungen, Steuerbescheide und Bilanzen im Mittelpunkt des Interesses.¹⁶⁹

Um die betriebswirtschaftliche Situation des Zielunternehmens bewerten zu können, ist es notwendig, die Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage in Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft zu analysieren.¹⁷⁰ Dies geschieht im Rahmen der „Durchleuchtung“ durch die sog. Financial Due-Diligence. Auf deren Grundlage lässt sich anschließend durch die Bewertung des Unternehmens der Kaufpreis bestimmen.¹⁷¹

Über die Ergebnisse der Due-Diligence ist regelmäßig ein Bericht (Due-Diligence Report) anzufertigen.¹⁷² Dieser gibt einen Überblick darüber, wo eventuelle Besonderheiten des Zielobjektes liegen bzw. an welchen Stellen noch Handlungsbedarf besteht.¹⁷³ Dadurch kann der Due-Diligence Report als Basis des Aushandelns von etwaigen Garantien angesehen werden.¹⁷⁴

f) Vertragsschluss

Nach erfolgreichen Verhandlungen erfolgt in der Regel der Vertragsschluss („Signing“). Ein Unternehmenskaufvertrag bedarf grundsätzlich keiner besonderen Form.¹⁷⁵ Allerdings besteht in mehreren Fällen die Gefahr einer Unwirksamkeit des Kaufvertrages auf Grund eines Formmangels.¹⁷⁶ Dies gilt insb. in Fällen eines Asset Deals¹⁷⁷, sofern der Erwerb eines Grundstücks in Rede steht. In diesem Fall ist § 311b Abs. 1 BGB zu beachten. Danach bedarf ein Vertrag, durch den

¹⁶⁶ Ausf. dazu Elfring, JuS 2007, Beilage zu Heft 5, 3 (6 ff.).

¹⁶⁷ Ein besonderes Augenmerk ist im vertragsrechtlichen Teil auf die sog. Change-of-Control-Klauseln zu richten. Ausf. dazu Mielke/Nguyen-Viet, DB 2004, 2515 ff.

¹⁶⁸ Vgl. Bergjan, in: Saenger/Aderhold/Lenkaitis/Speckmann (Hrsg.), Handels- und Gesellschaftsrecht, 2011, § 11 Rn. 55; van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 28.

¹⁶⁹ Vgl. Gran, NJW 2008, 1409 (1411).

¹⁷⁰ Vgl. nur Vogt, DStR 2001, 2027 (2027).

¹⁷¹ Vgl. zur Bestimmung des Unternehmenswertes Punkt A.II.1.

¹⁷² Vgl. Schmitz, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 631.

¹⁷³ Vgl. Schmitz, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 631 f.

¹⁷⁴ Vgl. Schmitz, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 632.

¹⁷⁵ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 1. Kap. Rn. 84; Picot, in: Picot (Hrsg.), Handbuch Mergers & Acquisitions, 2008, S. 260.

¹⁷⁶ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 1. Kap. Rn. 84.

¹⁷⁷ Zur Begrifflichkeit s. unter Punkt A.III.1.c.

sich eine Partei verpflichtet, das Eigentum an einem Grundstück zu übertragen, der notariellen Beurkundung. Darüber hinaus sind auch bei einem Share Deal unter Umständen Formvorschriften zu beachten. Dies gilt v. a. bei der Abtretung von GmbH-Anteilen.¹⁷⁸ Hier muss nach § 15 Abs. 3 GmbHG ebenfalls eine notarielle Beurkundung vorgenommen werden.

Neben den etwaigen formellen Besonderheiten sind des Weiteren einige, in der Praxis bedeutende, inhaltliche Besonderheiten zu beachten. So ist festzustellen, dass ein erster Vertragsentwurf regelmäßig vom Verkäufer eingebracht wird und sich dieser als Ausgangspunkt der Verhandlungsentwicklung darstellt.¹⁷⁹ Darüber hinaus ist ein besonderes Augenmerk auf die Gestaltung des Kaufpreises zu legen. Hier besteht die Möglichkeit, diesen fix zu gestalten, oder aber eine spätere Anpassung desselben bei Erfüllung oder Nichterfüllung bestimmter Standards vorzusehen.¹⁸⁰ Weiterhin sehr bedeutsam ist die Festlegung der genauen Vertragserfüllung und des Vertragsvollzuges.¹⁸¹ Schlussendlich soll an dieser Stelle nochmals an die Aufnahme von Garantien als anspruchsbegründendes Recht des Käufers erinnert werden.¹⁸²

3. Abwicklungsphase

Nachdem die vertraglichen Rahmenbedingungen festgelegt wurden und man sich über den Kauf des Unternehmens einig geworden ist, gilt es, diese Abrede umzusetzen. Diese Realisierungs- oder Abwicklungsphase wird nicht selten als der problematischste Abschnitt bei einer Transaktion angesehen.¹⁸³ Einteilen lässt sich dieser in die Umsetzung des Kaufvertrages im engeren Sinne und die anschließende Integration des erworbenen Unternehmens.

a) Vollzug

Der Vollzug des Unternehmenskaufvertrages („Closing“) ist strikt von dessen Abschluss zu trennen. Hintergrund dafür ist das dem deutschen Zivilrecht zu Grunde gelegte Trennungs- und Abstraktionsprinzip, welches besagt, dass Verpflichtung und Verfügung nicht nur zu trennen sind, sondern die Unwirksamkeit des einen Geschäftes nicht automatisch die Unwirksamkeit des anderen herbeiführt.¹⁸⁴ Beim sog. Closing findet folglich regelmäßig die Übereignung der Anteile (Share Deal) oder

¹⁷⁸ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 1. Kap. Rn. 87; Picot, in: Picot (Hrsg.), Handbuch Mergers & Acquisitions, 2008, S. 261; van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 31.

¹⁷⁹ Vgl. Gran, NJW 2008, 1409 (1414).

¹⁸⁰ Vgl. Gran, NJW 2008, 1409 (1414).

¹⁸¹ Vgl. dazu sogleich unter dem nächsten Gliederungspunkt.

¹⁸² Ausf. zum Hintergrund und zur Bedeutung Gran, NJW 2008, 1409 (1415).

¹⁸³ Mittelbar wird dies etwa deutlich bei Hölters, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil I Rn. 159 oder auch bei van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 31 f.

¹⁸⁴ Vgl. Larenz/Wolf, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 2004, § 23 Rn. 78 f.

der Vermögensgegenstände (Asset Deal) statt.¹⁸⁵ Als Gegenleistung ist der Kaufpreis zu bezahlen.

Gewöhnlich unterliegt das „Closing“ in der Praxis der Erfüllung von bestimmten Voraussetzungen und Bedingungen.¹⁸⁶ Wichtigstes Element ist hierbei die Freigabe der Transaktion durch die zuständige Kartellbehörde nach Durchführung einer Zusammenschlusskontrolle.¹⁸⁷ Eine diesbezügliche Nichtbeachtung kann zu schwerwiegenden Folgen führen.¹⁸⁸

b) Integration

Nach erfolgreichem Übergang der Rechte und Pflichten vom Veräußerer auf den Erwerber ist der Unternehmenskauf lediglich theoretisch abgeschlossen. Die praktische Umsetzung der Transaktion entscheidet allerdings überwiegend über Erfolg oder Misserfolg.¹⁸⁹ Folglich bedarf die sog. „post-Merger-Integration“ großer Aufmerksamkeit. Hierbei gilt es, insb. unterschiedliche Unternehmenskulturen zu überwinden und ein organisches Zusammenwachsen des Zielunternehmens mit dem Käufer zu ermöglichen.¹⁹⁰

IV. Allgemeine Haftungsaspekte beim Unternehmenskauf

Der Umfang und die Bedeutung einer Unternehmenstransaktion für die Beteiligten lässt diese auch regelmäßig ein Haftungsinteresse entwickeln, falls Probleme im Rahmen des Kaufs auftreten. Nachfolgend sollen die hierbei wichtigsten Haftungsbereiche dargestellt werden.

1. Verkäufer und Käufer

a) Vorvertragsstadium

Im vorvertraglichen Stadium kommt auch bei einer Unternehmenstransaktion grds. eine Haftung aus culpa in contrahendo nach §§ 311 Abs. 2, 241 Abs. 2 BGB in Betracht.¹⁹¹

¹⁸⁵ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 31.

¹⁸⁶ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 31.

¹⁸⁷ Vgl. Sedemund, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil VI Rn. 1.

¹⁸⁸ Ausf. dazu Bunte, Kartellrecht, 2008, S. 222 ff., 381 ff.

¹⁸⁹ Als Beispiel kann hier die missglückte Zusammenführung von Daimler und Chrysler genannt werden.

¹⁹⁰ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 32.

¹⁹¹ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 1. Kap. Rn. 49.; Triebel, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 344; van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 83.

Eine solche kann sowohl für den Verkäufer als auch für den Käufer entstehen, wenn die Vertragsverhandlungen grundlos zu einem Zeitpunkt abgebrochen wurden, in dem die Unterzeichnung als bloße Förmlichkeit erschien und darüber hinaus ein besonderes Vertrauen auf einen Vertragsschluss in Anspruch genommen wurde (v. a. durch den Abschluss eines Letter of Intent).¹⁹² Grundsätzlich ist hierbei allerdings zu beachten, dass durch die das deutsche Zivilrecht bestimmende Vertragsfreiheit jede Partei hinsichtlich ihrer Vereinbarungen frei ist, ob und mit wem sie eine Verpflichtung eingeht.¹⁹³ Lediglich in den oben genannten Ausnahmefällen soll etwas anderes gelten.¹⁹⁴

Ein weiterer Haftungskreis im vorvertraglichen Stadium ergibt sich, wenn Käufer oder Verkäufer etwaige Geheimhaltungspflichten nicht einhalten. Dies lässt sich darauf zurückführen, dass beiden Parteien zum Teil brisante und interne Informationen im Zuge der Vertragsverhandlungen zugehen und die Gegenseite ein großes Interesse an Diskretion hat.¹⁹⁵ Daher erscheint es verständlich, dass der durch eine Pflichtverletzung im Rahmen der Geheimhaltungsvereinbarung entstandene Schaden vom Schädiger zu ersetzen ist. Aus Abschreckungsgründen bedient man sich hier in der Praxis häufig hoher Vertragsstrafen.¹⁹⁶

Ein insb. für den Verkäufer gewisser Gefahrenbereich stellt sich dar, falls er vorsätzlich falsche Angaben zur Unternehmenssituation macht oder es unterlässt, den Kaufinteressenten über relevante Fakten aufzuklären.¹⁹⁷ Nach der Rechtsprechung gehören hierzu alle Umstände, die den Vertragszweck des Käufers vereiteln können und daher für seine Kaufentscheidung von wesentlicher Bedeutung sind.¹⁹⁸ Auch muss dieser vom Verkäufer eine Aufklärung nach der Verkehrsauffassung erwarten dürfen.¹⁹⁹

Insgesamt gilt bei der vorvertraglichen Haftung, dass der Geschädigte das negative Interesse verlangen kann, also mitunter so gestellt wird, als hätte er von dem in Rede stehenden Unternehmenskauf nichts gehört. Dabei ist der Umfang grundsätzlich auf das positive Interesse beschränkt.²⁰⁰

¹⁹² Vgl. Beisel, in: Beisel/Klump, Der Unternehmenskauf, 2009, 1. Kap. Rn. 51; Triebel, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 346; van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 83 f. Allgemein hierzu BGH, WM 1989, 685 (686 f.).

¹⁹³ Vgl. Jauernig, in: Jauernig (Hrsg.), BGB, 2011, Vor § 145 Rn. 8.

¹⁹⁴ Der Nachweis einer vorvertraglichen Pflichtverletzung ist häufig schwierig. Ratsam ist es, für den Fall des Abbruchs der Vertragsverhandlungen Vertragsstrafen („break up Fees“) zu vereinbaren.

¹⁹⁵ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 84. Auch und gerade die (Verkaufs- bzw.) Kaufabsicht kann unter Umständen bereits eine bedeutende Änderung des Marktumfeldes begründen.

¹⁹⁶ Vgl. Triebel, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 347.

¹⁹⁷ Vgl. Fleischer/Körber, BB 2001, 841 (843); van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 84; Vogt, DStR 2001, 2027 (2029).

¹⁹⁸ Offenlegungspflichtig ist in jedem Fall eine Zahlungsunfähigkeit oder eine drohende Überschuldung der Zielgesellschaft. Vgl. dazu BGH, NJW 1992, 2564 (2565).

¹⁹⁹ Vgl. BGH, DStR 2001, 901 (902 f.).

²⁰⁰ Vgl. dazu Triebel, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 354.

Auf Grund der angespannten Haftungssituation zwischen Käufer und Verkäufer in der vorvertraglichen Phase der Transaktion ist regelmäßig ein ausdrücklicher Ausschluss der Haftung wegen culpa in contrahendo angezeigt. Dies wird jedoch für den Kaufinteressenten, gerade im Bereich der Verschwiegenheitsverpflichtung, nur schwerlich durchsetzbar sein.

b) Kaufrecht

Nach deutschem Recht gilt, dass der Käufer einer Sache einen Anspruch gegen den Verkäufer dahingehend besitzt, dass ihm der Gegenstand frei von Mängeln übereignet wird (vgl. § 433 Abs. 1 S. 2 BGB). Dieser Grundsatz hat auch und gerade für den Unternehmenskauf eine enorme Bedeutung. Aus diesem folgt, dass der Käufer etwaige Mängelrechte gegen den Verkäufer des Unternehmens geltend machen kann, wenn sich herausstellen sollte, dass bspw. die Umsatz- und Ertragsfähigkeit der Gesellschaft hinter den berechtigten Erwartungen zurückbleiben oder die Angaben zu den bestehenden Verbindlichkeiten nicht der Realität entsprechen.²⁰¹

aa) Mangelbegriff

Als tatbestandliche Voraussetzung ist das Vorliegen eines Mangels bei Gefahrübergang (vgl. § 446 BGB) unumgänglich. Das Gesetz kennt sowohl den Sach- (vgl. § 434 BGB) als auch den Rechtsmangel (vgl. § 435 BGB). Während ein Sachmangel im Allgemeinen immer dann vorliegt, wenn die Soll-Beschaffenheit der Kaufsache negativ von der Ist-Beschaffenheit abweicht²⁰², wird bei einem Rechtsmangel darauf abgestellt, ob einem Dritten etwaige Rechte am Kaufgegenstand zustehen.²⁰³

Die Unterscheidung von Rechts- und Sachmangel ist rechtlich nicht von größter Relevanz, da die Folgen gleich sind. Jedoch spielen in diesem Zusammenhang die verschiedenen Transaktionsarten (Asset bzw. Share Deal) eine gewichtige Rolle. So lässt sich ein auftretender Sachmangel bei einem Asset Deal rechtlich leichter einordnen, als dies bei einem Share Deal der Fall ist. Der Grund hierfür liegt in der Qualifikation des Asset Deals als Sachkauf. Zwar wird bei diesem das Unternehmen als Gesamtheit übereignet, jedoch mit Bezugnahme auf jeden einzelnen Gegenstand.²⁰⁴ Der Share Deal hingegen wird als Rechtskauf nach § 453 BGB eingeordnet,

²⁰¹ Weitere Beispiele für Mängel, die bei einem Unternehmenskauf auftreten können, finden sich bei van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 87.

²⁰² Vgl. nur Jacoby/von Hinden, Studienkommentar BGB, 2011, § 434 Rn. 3; Musielak, Grundkurs BGB, 2011, Rn. 577.

²⁰³ Dies erscheint praktisch besonders relevant, wenn ein Share Deal in Rede steht und die Anteile mitunter nicht dem Veräußerer gehören oder diese gar nicht rechtlich existent sind.

²⁰⁴ Vgl. dazu Semler, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil VII Rn. 140; Triebel, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 363; van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 86. Der BGH spricht hier vom Zielunternehmen, das ein Inbegriff von Sachen, Rechten und sonstigen Vermögenswerten sei. Vgl. BGH, NJW 2002, 1042 (1043).

schließlich werden hierbei nicht die einzelnen Vermögensgegenstände, sondern die Anteile an der Gesellschaft übertragen.²⁰⁵ Gem. § 453 BGB finden die Vorschriften zum Sachkauf entsprechende Anwendung. Diese dadurch entstandene Identität der Gewährleistungsrechte lässt allerdings die praktisch bedeutsame Frage außer Acht, ob durch einen Sachmangel das erworbene Recht gleichwohl mangelhaft ist. Konsequenterweise kann ein Mangel des Zielunternehmens dabei nicht ohne weiteres auf den erworbenen Anteil an diesem durchschlagen.²⁰⁶ Vielmehr ist es entscheidend, ob der Anteilskauf als Erwerb des Unternehmens als Ganzes, vergleichbar mit der Bezeichnung beim Asset Deal, qualifiziert werden kann.²⁰⁷ Nahezu unproblematisch erscheint dies im Falle des Erwerbs aller Geschäftsanteile zu sein.²⁰⁸ Es kommt den Beteiligten bei dieser Konstellation schließlich nicht auf die Übertragung der Anteile, sondern vielmehr auf den Erwerb des gesamten Unternehmens an.²⁰⁹ Mithin darf der Käufer im Wege eines Share Deals nicht schlechter gestellt werden als derjenige, der ein Unternehmen im Zuge eines Asset Deals erwirbt.²¹⁰

Anders stellt sich die Situation dar, wenn der Käufer nicht (nahezu) 100 % der Anteile am Zielunternehmen, sondern nur eine geringere Beteiligung erwirbt. In diesem Fall gilt, dass ein Mangel an dem Unternehmen nur dann zu einer Mangelhaftigkeit des Rechts führt, wenn dem Käufer wirtschaftlich die Herrschaftsmacht über das Unternehmen infolge der Anteile zusteht.²¹¹ Wann dies der Fall ist, ist fraglich.²¹² Denkbar wäre, auf die satzungsändernde Mehrheit von 75 % der Anteile (vgl. § 179 Abs. 2 S. 1 AktG und § 53 Abs. 2 S. 1 GmbHG) abzustellen.²¹³ Einige Stimmen begnügen sich gar mit der abstrakten Annahme von 50 %, also der einfachen Mehrheit der Anteile.²¹⁴ Andere lehnen allgemeine Vorgaben ab und verlangen neben einer hohen prozentualen Beteiligung noch einen starken Einfluss auf die Geschäftsführung des Unternehmens.²¹⁵ Der BGH stimmt dem zu und hat folgerichtig in einigen Fällen die Anwendung der Sachmängelgewährleistung daran geknüpft, dass der Käufer wirtschaftlich im Wesentlichen die Position eines Alleinunternehmers inne hat und

²⁰⁵ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 89.

²⁰⁶ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 89.

²⁰⁷ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 89.

²⁰⁸ Vgl. RGZ 86, 146; 120, 283; BGHZ 85, 367; Semler, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil VII Rn. 195; van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 89; Vogt, DStR 2001, 2027 (2029).

²⁰⁹ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 89.

²¹⁰ Vgl. BGHZ 138, 195 (204 f.); Triebel, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 364 f.

²¹¹ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 90.

²¹² Bis zu diesem Zeitpunkt ist diesbezüglich noch keine höchstrichterliche Entscheidung ergangen.

²¹³ So etwa Schröcker, ZGR 2005, 63 (68) m.w.N. Vgl. auch OLG München, DB 1998, 1321.

²¹⁴ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 90 m.w.N.

²¹⁵ Vgl. Semler, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil VII Rn. 196.

keine Minderheitenrechte bestehen.²¹⁶ Die nicht-abstrakte Bestimmung erscheint auch vorzugswürdig, da durch diese regelmäßig auf die Besonderheiten im Einzelfall eingegangen werden kann. Für die Praxis bedeutet die mitunter große Rechtsunsicherheit, dass das gesetzliche Haftungsregime gewöhnlich durch ein vertragliches ersetzt wird.²¹⁷

bb) Ansprüche

Sofern bei Gefahrübergang das Unternehmen einen Mangel aufweist, stehen dem Käufer verschiedene Rechte zu (Gewährleistungsansprüche). Diese werden in § 437 BGB aufgelistet. Hiernach kann der Käufer Nacherfüllung verlangen, vom Vertrag zurücktreten bzw. mindern oder einen Schadensersatzanspruch geltend machen.

Hierbei ist zu beachten, dass der Anspruch auf Nacherfüllung nach §§ 437 Nr. 1, 439 BGB vorrangig gilt. Dieser stellt somit den Ausgangspunkt der Gewährleistung dar.²¹⁸ Regelmäßig ist bei einem Unternehmenskauf eine Beseitigung des Mangels oder eine Ersatzlieferung nicht umsetzbar. Schließlich handelt es sich bei diesem Vertragsgegenstand nicht um eine vertretbare Sache.²¹⁹ Etwas anderes gilt nur, falls ein Mangel an bestimmten (begrenzten) Unternehmensteilen vorliegt.²²⁰ In allen übrigen Fällen ist der Käufer beschränkt auf die weiteren Gewährleistungsrechte.

Auch ein Rücktritt nach § 437 Nr. 2 Alt. 1 BGB vom Vertrag mit anschließender Rückabwicklung des vertraglichen Verhältnisses (vgl. §§ 346 ff. BGB) liegt regelmäßig nicht im Interesse der Parteien. Des Weiteren ist diese schlicht nur schwerlich durchzuführen. Vertretbarer scheint an dieser Stelle eher eine Minderung des Kaufpreises gem. §§ 437 Nr. 2 Alt. 2, 441 BGB zu sein. Diese stellt ein Gestaltungsrecht dar.²²¹ Die Rechtsfolgen treten mithin unmittelbar mit ihrer Geltendmachung ein.²²² Weiterer Vorteil dieses Gewährleistungsrechts ist die Tatsache, dass eine Erheblichkeit des Mangels, anders als beim Rücktritt, nicht vorliegen muss. Die Höhe des geminderten Kaufpreises bestimmt sich nach § 441 Abs. 3 S. 1 BGB. Hiernach wird bei einem Unternehmenskauf der Kaufpreis in dem Verhältnis heruntergesetzt, in dem der Wert des Unternehmens im mangelfreien Zustand zu dem tatsächlichen

²¹⁶ Vgl. BGHZ 65, 246; BGH, DB 1980, 1786; DB 2001, 1298. In diesen Fällen hat der BGH darüber hinaus angenommen, dass der Erwerb von 40 %, 49 % und 60 % nicht ausreicht, um den Rechtskauf als einen Kauf des gesamten Unternehmens zu qualifizieren.

²¹⁷ Vgl. Bergjan, in: Saenger/Aderhold/Lenkaitis/Speckmann (Hrsg.), Handels- und Gesellschaftsrecht, 2011, § 11 Rn. 138; van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 90.

²¹⁸ Vertiefend dazu Westermann, in: Krüger/Westermann (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 2008, § 439 Rn. 1 ff.

²¹⁹ Vgl. nur Semler, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil VII Rn. 206.

²²⁰ So bspw., wenn ein Fehlbestand von Gegenständen gegeben ist bzw. einzelne Gegenstände mangelhaft sind. Weitere Bsp. finden sich bei Semler, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil VII Rn. 206.

²²¹ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 94.

²²² Vertiefend dazu Medicus/Petersen, Grundwissen zum Bürgerlichen Recht, 2011, Rn. 33.

Wert des Unternehmens gestanden hätte (Proportionalmethode).²²³ In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass bei der Bezifferung der Minderung die gleiche Bewertungsmethode zu Grunde zu legen ist, die bereits bei der Bestimmung des Kaufpreises zum Einsatz kam.²²⁴ Jedoch kann es bei bestimmten Konstellationen unter Anwendung des Ertragswertverfahrens für den Käufer empfehlenswerter sein, Nacherfüllung zu verlangen, statt den Kaufpreis zu mindern.²²⁵

Als letztes Mängelrecht steht dem Käufer auch ein Schadens- oder Aufwendungsersatzanspruch nach §§ 437 Nr. 3, 280, 281 bzw. 284 BGB zu. Voraussetzung hierfür ist eine persönliche Vorwerfbarkeit der Pflichtverletzung durch den Verkäufer. Dieser müsste den Mangel an der Kaufsache vorsätzlich oder fahrlässig verursacht haben.²²⁶ Der Schadensersatzanspruch kann sich sowohl auf den Ersatz von Mangel- als auch auf Mangelfolgeschäden beziehen.²²⁷ Diesen kann der Käufer ohne Beachtung etwaiger vorrangiger Rechtsbehelfe geltend machen, während der Ersatzanspruch eines Mangelschadens nachrangig ist.²²⁸ Hinsichtlich des Anspruchsumfangs ist zwischen „kleinem“ und „großem Schadensersatz“ zu unterscheiden. Beim „großen Schadensersatz“ gibt der Käufer die mangelhafte Sache zurück und verlangt den Ersatz des Schadens, der ihm infolge der Nichterfüllung des gesamten Vertrages entstanden ist.²²⁹ Der „kleine Schadensersatz“ zielt hingegen darauf ab, die mangelhafte Sache zu behalten und darüber hinaus die Zahlung einer Differenz zwischen dem Wert des (mangelhaften) Unternehmens und dem Wert des Unternehmens im mangelfreien Zustand zu erhalten.²³⁰ Insgesamt bietet sich die Geltendmachung eines Schadensersatzanspruchs bei einer Unternehmenstransaktion jedoch nicht an. Leicht können hierbei die Kosten den eigentlichen Kaufpreis übersteigen.²³¹ Darüber hinaus liegt eine Rückabwicklung des vertraglichen Verhältnisses wie beim „großen Schadensersatz“ regelmäßig nicht im Interesse der Parteien.

Letztlich gibt es für den Käufer auch die Möglichkeit, Ersatz der (nutzlosen) Aufwendungen zu verlangen, die dieser im Vertrauen auf die Erfüllung des Vertrages gemacht hat und auch machen durfte. Dieser Aufwendungsersatzanspruch steht dem

²²³ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 94.

²²⁴ Vgl. Klumpp, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 16. Kap. Rn. 31.

²²⁵ Zurückzuführen ist dies auf den Fall, dass sich ein Fehlbestand an bestimmten Unternehmensteilen nur marginal auf dessen Wert auswirkt, der Wiederbeschaffungswert der Gegenstände jedoch ungleich höher ist. Vgl. dazu ausf. Klumpp, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 16. Kap. Rn. 31, 16. Kap. Rn. 32; van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 94.

²²⁶ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 94 m.w.N.

²²⁷ Während beim Mangelschaden am Unternehmen selbst der Schaden entsteht, greift beim Mangelfolgeschaden dieser auf eine andere Sache des Käufers über. Vertiefend dazu Heßeler/Kleinhenz, JuS 2007, 706 ff.

²²⁸ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 95.

²²⁹ Vgl. Brox/Walker, Besonderes Schuldrecht, 2011, § 4 Rn. 94.

²³⁰ Vgl. Brox/Walker, Besonderes Schuldrecht, 2011, § 4 Rn. 93. Mithin ist das Ergebnis das gleiche wie bei einer Minderung des Kaufpreises.

²³¹ Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 95.

Schadensersatz statt der Leistung alternativ gegenüber.²³² Er kann folglich nur anstelle des Schadensersatzes geltend gemacht werden. Fraglich ist in der Praxis dabei häufig, welche Kosten unter die nutzlosen Aufwendungen fallen. In manchen Fällen sind sogar Beratungskosten zum Zeitpunkt der Vertragsanbahnung ersatzfähig, obgleich sie bereits vor der Entstehung der Leistungspflicht begründet wurden.²³³

cc) Ausschluss der Gewährleistungsrechte nach § 442 Abs. 1 S. 1 BGB

§ 442 Abs. 1 S. 1 BGB bestimmt, dass die Geltendmachung der Gewährleistungsrechte durch den Käufer ausgeschlossen ist, wenn dieser entweder positive Kenntnis vom Mangel hatte oder ihm der Mangel unbekannt war, obwohl sich dieser jedem aufdrängen musste (grob fahrlässige Unkenntnis). Folglich kann der Unternehmenskäufer etwaige Rechte nicht ausüben, wenn er über den Mangel des Unternehmens Bescheid wusste.²³⁴ Problematisch ist jedoch, welche Anforderungen man an eine grob fahrlässige Unkenntnis in diesem Rahmen stellen soll. Eng damit verbunden ist die Frage, ob ein Ausschluss der Gewährleistungsrechte des Käufers gegeben ist, wenn dieser die Durchführung einer Due-Diligence Prüfung unterlässt. Eine gesetzliche Pflicht zur Durchführung einer solchen Untersuchung besteht allerdings nichts. Auch gibt es diesbezüglich keine einheitliche Rechtsprechung, die dieses Vorgehen verlangt, um nicht die Gewährleistungsrechte zu verlieren.²³⁵ Es könnte sich dennoch ein anderes Ergebnis einstellen, wenn man annimmt, dass sich eine Due-Diligence Prüfung zur Verkehrssitte bei einer Unternehmenstransaktion entwickelt hat. Unter einer Verkehrssitte versteht man dabei die im Verkehr der beteiligten Kreise tatsächlich herrschende Übung, die eine gewisse Festigkeit erlangt haben muss.²³⁶ Sie ist nicht gleichzusetzen mit einer Rechtsnorm, sondern ist als Faktor anzusehen, der die Auslegung mitbestimmt.²³⁷ Es ist nicht erforderlich, dass den am Vertrag beteiligten Parteien die Sitte bekannt ist bzw. von diesen als verbindlich betrachtet wird.²³⁸

Es spricht für die Einordnung einer Due-Diligence Prüfung als Verkehrssitte, dass es insb. bei großen und internationalen Transaktionen zum Standard geworden ist, das Zielunternehmen sehr genau zu durchleuchten.²³⁹ Darüber hinaus ist zu bedenken, dass allein schon aus gesellschaftsrechtlicher Sicht eine Verpflichtung zur Durchführung einer genauen Prüfung erwächst.²⁴⁰ So macht sich der Vorstand einer

²³² Vgl. Klumpp, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 16. Kap. Rn. 47.

²³³ Vgl. dazu ausf. Klumpp, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 16. Kap. Rn. 50.

²³⁴ Dies gilt bspw. für Fälle, in denen die Due-Diligence klar offen legt, dass die grundsätzlich angegebenen Umsatz- und Ertragsangaben nicht stimmen.

²³⁵ Vgl. zur a. A. OLG Köln, NJW 1973, 903.

²³⁶ Vgl. Vogt, DStR 2001, 2027 (2031).

²³⁷ Vgl. BGH, NJW 1966, 502 (503); Böttcher, ZGS 2007, 20 (20).

²³⁸ Vgl. BGH, NJW 1994, 659 (660); Canaris, Handelsrecht, 2006, § 22 Rn. 28.

²³⁹ Vgl. Eigler, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 96; Semler, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil VII Rn. 55.

²⁴⁰ Vgl. dazu einführend Werner, ZIP 2000, 989 ff.

AG nach den §§ 76, 93 AktG haftbar, falls er im Rahmen eines Unternehmenskaufs die Zielgesellschaft nicht umfassend auf etwaige Mängel prüft.²⁴¹ Das gleiche gilt für den Geschäftsführer einer GmbH (vgl. nur § 43 GmbHG).²⁴² Daraus wird geschlussfolgert, dass mithin die Entwicklung der Due-Diligence zu einem Handelsbrauch stattgefunden hat.²⁴³ Deren Unterlassung führe infolge der grob fahrlässigen Unkenntnis zu einem Ausschluss der Mängelrechte (vgl. § 442 Abs. 1 S. 2 BGB).²⁴⁴

Der Auffassung, man sei als Käufer eines Unternehmens auf Grund der Verkehrssitte verpflichtet, die Zielgesellschaft umfangreich zu prüfen, wird entgegengehalten, dass vor allem das gesellschaftsrechtliche Argument verfehlt sei.²⁴⁵ Hintergrund hierbei ist, dass die gesellschaftsrechtlichen Haftungsinstitute nach AktG und GmbHG strikt von einem kaufrechtlichen Haftungsausschluss getrennt zu betrachten seien.²⁴⁶ Schließlich würden die Vorschriften der §§ 93 AktG, 43 GmbHG nicht dem Schutz Dritter dienen, sondern einzig und allein der Gesellschaft selbst zu Gute kommen.²⁴⁷ Losgelöst von diesen dogmatischen Überlegungen sei eine Due-Diligence Prüfung allein schon deshalb keine Verkehrssitte, weil die Überprüfung des Zielunternehmens von zu vielen Faktoren abhängig sei und dadurch keinesfalls ein gleichartiges Vorgehen gesichert werden könne.²⁴⁸ Des Weiteren würden kleinere, nationale Unternehmensübernahmen gelegentlich ohne eine ausführliche Prüfung durchgeführt.²⁴⁹ Infolge dessen könne bei der Durchführung einer Due-Diligence Prüfung nicht von einem Handelsbrauch gesprochen werden, dessen Unterlassen zu der Rechtsfolge aus § 442 Abs. 1 S. 2 BGB führt.²⁵⁰

Diese insgesamt vorherrschende Auffassung verdient grundsätzlich Zustimmung. Es ist nicht einzusehen, warum eine Due-Diligence Prüfung bei jedweden

²⁴¹ Vgl. Böttcher, NZG 2005, 49 (54); Hauschka, AG 2004, 461 (479); Werner, ZIP 2000, 989 (996).

²⁴² Vgl. Haas/Müller, GmbHR 2004, 1169 (1179); Huber, AcP 202 (2002), 179 (203).

²⁴³ Vgl. Triebel, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 381; Vogt, DStR 2001, 2027 (2031). Teilweise differenzierende Ansichten vertreten hierbei Böttcher, ZGS 2007, 20 (25) und Elfring, JuS 2007, Beilage zu Heft 5, 3 (12). So wird von Böttcher vorgebracht, dass die Durchführung einer Due-Diligence bei einem Unternehmenskauf zwar heute eine Verkehrssitte darstelle, deren Nichtbeachtung jedoch nicht grob fahrlässig sei. Nach Elfring müsse in jedem Fall eine Prüfung stattfinden, es sei denn, es ergab sich keine Gelegenheit oder die mit einer Prüfung verbundenen Kosten waren zu hoch (Einzelfallprüfung).

²⁴⁴ Vgl. Triebel, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 381.

²⁴⁵ Vgl. Fleischer/Körber, BB 2001, 841 (846); Müller, NJW 2004, 2196 (2198).

²⁴⁶ Vgl. Fleischer/Körber, BB 2001, 841 (846); Müller, NJW 2004, 2196 (2198).

²⁴⁷ Vgl. Fleischer/Körber, BB 2001, 841 (846).

²⁴⁸ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klump, Der Unternehmenskauf, 2009, 2. Kap. Rn. 10; Eigler, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 96.

²⁴⁹ Vgl. Eigler, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 96.

²⁵⁰ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klump, Der Unternehmenskauf, 2009, 2. Kap. Rn. 11; Eigler, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 97; Fleischer/Körber, BB 2001, 841 (847); Gaul, ZHR 166 (2002), 35 (64); Goldschmidt, ZIP 2005, 1305 (1310); Huber, AcP 202 (2002), 179 (200 ff.); Loges, DB 1997, 965 (968); Müller, NJW 2004, 2196 (2198); Weitnauer, NJW 2002, 2511 (2516).

Unternehmenskauf durchgeführt werden muss, damit man als Käufer nicht seine Gewährleistungsrechte verliert. Eine etwas andere Sichtweise ergibt sich jedoch mit Blick auf große und internationale Transaktionen. Bei solchen kann mitunter de facto von einer Verkehrssitte gesprochen werden, was die umfangreiche Durchleuchtung der Zielgesellschaft betrifft. Diese Besonderheit scheint allerdings nur schwerlich praktikabel zu sein. Wann man von einer großen Transaktion sprechen kann, lässt sich ungleich schwerer beantworten, als die Frage, ob ein internationaler Zusammenhang vorliegt. Denkbar erscheint eine Lösung unter Einbeziehung von bestimmten Transaktionsvolumina als Schwellenwerte, wenngleich auch hier eine abstrakte Bestimmung zu unververtretbaren Ergebnissen führen kann.²⁵¹

Insbesondere dieser Rechtsunsicherheit ist es geschuldet, dass in der Praxis vorwiegend die Vorschriften des Kaufrechts nach BGB abbedungen werden und im Gegenzug die Haftung durch Einräumung und Festlegung von Garantien hinsichtlich des Zustandes des Zielunternehmens vollzogen wird.²⁵²

2. Berater

Nicht nur Verkäufer und Käufer nehmen bei der Transaktion Vertrauen in Anspruch. Vielmehr besitzen auch die Berater der beiden Parteien einen nicht zu unterschätzenden Einfluss auf das Gelingen des Kaufs. Dementsprechend kann auch ihnen gegenüber ein Interesse bestehen, sie persönlich bei einer etwaigen Pflichtverletzung in Anspruch zu nehmen.

Grundsätzlich ist dabei zu bedenken, dass lediglich die Vertragspartei des jeweiligen Beraters anspruchsberechtigt ist.²⁵³ Etwas anderes ergibt sich in besonderen Konstellationen nur dann, wenn der zwischen Berater und Auftraggeber geschlossene Vertrag eine gewisse Schutzwirkung für die Gegenseite, bzw. allgemein für einen Dritten, entfaltet.²⁵⁴ Wichtigstes Kriterium hierbei ist, dass der Dritte mit der Leistung des Beraters ebenso in Berührung kommt und dadurch etwaigen Pflichtverletzungen ausgeliefert ist, wie der Auftraggeber selbst.²⁵⁵ Dies kann z. B. bei einem Rechtsgutachten oder bei Testaten von Steuerberatern und Wirtschaftsprüfern der Fall sein, sofern diese (auch) der Drittverwendung dienen.²⁵⁶

Eine weitere, vom Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte zu trennende Möglichkeit stellt die Dritthaftung nach § 311 Abs. 3 BGB dar. Nach dieser Norm ist ein

²⁵¹ Einen ähnlichen Weg der Problembehebung wählt Semler, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil VII Rn. 55, indem auf einen professionellen Betrieb des Unternehmenserwerbs abgestellt wird.

²⁵² Einführend zur Vertragsgestaltung unter Einbeziehung von Garantien beim Unternehmenskauf Eigler, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 101 ff.

²⁵³ Vgl. Klumpp, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, Kap. 17 Rn. 17.

²⁵⁴ Vgl. Grüneberg, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 2012, § 328 Rn. 13.

²⁵⁵ Vgl. Eigler, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 99; Grüneberg, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 2012, § 328 Rn. 17.

²⁵⁶ Vgl. Eigler, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 99. Darüber hinaus kommt auch eine Haftung der Berater aus Prospekt-, Bank- oder Börsenhaftung in Betracht.

Dritter ausnahmsweise persönlich haftbar, sofern er am Vertragsschluss entweder ein eigenes wirtschaftliches Interesse hat oder aber in besonderem Maße persönliches Vertrauen in Anspruch nimmt und dadurch die Vertragsverhandlungen etc. erheblich beeinflusst.²⁵⁷ Die Rechtsprechung gibt hierfür die Grenzen der Haftbarkeit vor.²⁵⁸

Eine Möglichkeit der Haftbarmachung von an der Transaktion beteiligten Beratern nimmt gerade dann eine bedeutsame Position ein, wenn das Transaktionsobjekt einen beträchtlichen Wert besitzt. Dies ist regelmäßig bei einer sog. öffentlichen Übernahme gegeben.

B. Öffentliche Übernahme nach dem WpÜG

Zu den allgemeinen Ausführungen zum Unternehmenskauf treten Besonderheiten hinzu, wenn es sich bei der Zielgesellschaft um ein Unternehmen handelt, das am öffentlichen Kapitalmarkt notiert ist. In diesen Fällen spricht man von einer öffentlichen Übernahme. Diese richtet sich national nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz.²⁵⁹

1. Hintergrund des WpÜG

Das WpÜG ist als eine Schnittstelle zwischen zivilem und öffentlichem Recht zu verstehen, die für den kontrollierten Ablauf der Übernahme einer börsennotierten Gesellschaft sorgen soll.²⁶⁰ Keinesfalls beabsichtigt das Gesetz, Übernahmen zu fördern oder zu behindern.²⁶¹

1. Historie²⁶²

Zum 1. Januar 2002 trat das WpÜG in Kraft und löste damit mit dem sog. „Übernahmekodex“ einen unverbindlichen Katalog ab, der bereits vor dieser Zeit die

²⁵⁷ Vgl. Grüneberg, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 2012, § 311 Rn. 60.

²⁵⁸ Vgl. OLG Karlsruhe, ZIP 1985, 409; OLG Köln, DB 2000, 2264 – Haftung eines Steuerberaters. BGHZ 138, 257; 145, 187; BGH, NJW 2005, 359 – Haftung des Abschlussprüfers. BGH, BB 1988, 1992 – keine Haftung von Anwälten etc. für Richtigkeit von abgegebenen Parteierklärungen. BGH, NJW 2000, 725; NJW 2000, 1644 – Haftung von Beratern bei falschen Auskünften.

²⁵⁹ Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20.12.2001, BGBl. I 2001, 3822. Zur genauen Anwendbarkeit des Gesetzes s. unten.

²⁶⁰ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 557.

²⁶¹ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 557.

²⁶² Ausf. dazu Zehetmeier-Müller/Zirngibl, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, Einleitung Rn. 1 ff.

öffentlichen Übernahmen auf freiwilliger Basis koordinieren sollte.²⁶³ Vor diesem Hintergrund ist das Gesetz zu betrachten. Im Rahmen der Umsetzung der europäischen Übernahmerichtlinie²⁶⁴ wurde das WpÜG 2006 insb. im Bereich von grenzüberschreitenden Sachverhalten modifiziert.²⁶⁵ Die letzte bedeutende Änderung des WpÜG fand mit dem Erlass des Risikobegrenzungsgesetzes im August 2008 statt.²⁶⁶

2. Ziele des Gesetzes

Um einzelne Details des Gesetzes nachvollziehen zu können, bedarf es einer Betrachtung der gesetzlichen Zielsetzung. Die Normen des WpÜG beabsichtigen in erster Linie die Bekämpfung von unregulierten Übernahmeverfahren samt den Folgen.²⁶⁷ Vielmehr soll ein Rahmen geschaffen werden, in dem durch ein geordnetes und faires Verfahren den beteiligten Parteien Zeitersparnis und Transparenz zugute kommen sollen.²⁶⁸ Darüber hinaus wird darauf abgezielt, die Rechte von Minderheitsaktionären bei Unternehmensübernahmen zu stärken und insgesamt eine Orientierung an Standards vorzunehmen, die international betrachtet nahezu üblich sind.²⁶⁹

3. Allgemeine Grundsätze

Das Gesetz selbst legt in § 3 WpÜG fest, welche Grundsätze bei jedweder Form eines Angebots zur Übernahme zu berücksichtigen sind. Hiernach bestehen das Gleichbehandlungsgebot (§ 3 Abs. 1 WpÜG), das Transparenzgebot (§ 3 Abs. 2 WpÜG), die Vorgabe hinsichtlich der Verpflichtung von Vorstand und Aufsichtsrat (§ 3 Abs. 3 WpÜG), das Zügigkeitsgebot (§ 3 Abs. 4 WpÜG) und das Verbot der Schaffung von Marktverzerrungen (§ 3 Abs. 5 WpÜG).²⁷⁰

²⁶³ Dieser von der Börsensachverständigenkommission geschaffene Kodex besaß kein gesetzliches Niveau und wurde dementsprechend auch in der Praxis nur unregelmäßig beachtet. Vgl. dazu Thoma, NZG 2002, 105 (106); Zehetmeier-Müller/Zirngibl, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, Einleitung Rn. 18.

²⁶⁴ RL 2004/25/EG.

²⁶⁵ Vgl. zu den Änderungen durch die Übernahmerichtlinie Meyer, WM 2006, 1135 ff.; Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 245 f.

²⁶⁶ Details dieses Gesetzes inklusive des Bezugs auf öffentliche Übernahmen werden gesondert unter dem Punkt C. im Kapitel 4 behandelt.

²⁶⁷ Vgl. König/Wilken/Felke, Praxis des Übernahmerechts, 2008, Rn. 1 f.; Zehetmeier-Müller/Zirngibl, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, Einleitung Rn. 24.

²⁶⁸ Vgl. Zehetmeier-Müller/Zirngibl, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, Einleitung Rn. 24.

²⁶⁹ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 14. Kap. Rn. 28; Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 555; Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 246.

²⁷⁰ Vgl. zur Auflistung Lenenbach, Kapitalmarktrecht, 2010, Rn. 16.59 ff.; Wilhelm, Kapitalgesellschaftsrecht, 2009, Rn. 833; Zehetmeier-Müller/Zirngibl, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, Einleitung Rn. 35 ff.

Diese Grundsätze haben die Aufgabe, die Ziele des Gesetzes umzusetzen und zu sichern. Sie spielen damit eine tragende Rolle bei der Darstellung und der Bewertung von öffentlichen Übernahmen in Theorie und Praxis. Auf Grund dieser Bedeutung ist es unabdingbar, die einzelnen Grundsätze des WpÜG ausführlicher zu betrachten.

a) Gleichbehandlungsgebot

Der Gleichbehandlungsgrundsatz nach § 3 Abs. 1 WpÜG besagt, dass alle Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft im Rahmen der Übernahme gleich zu behandeln sind. Es wird damit ein Prinzip verfestigt, das als sog. „Magna Charta des Übernahmerechts“ bezeichnet werden kann.²⁷¹ Der Hintergrund dieser elementaren Grundlage von öffentlichen Übernahmen ist der Schutz der zumeist schwächeren Partei im Rahmen solcher Vorgänge, nämlich der Schutz der Aktionäre der Zielgesellschaft. Diese werden hinsichtlich ihres Vertrauens geschützt, vom Bieter selbst mit allen für eine Beurteilung notwendigen Informationen versorgt und in der Angebotsphase gleich behandelt zu werden.²⁷²

Für den Bieter bedeutet der Schutz der Wertpapierinhaber des Zielunternehmens die Auferlegung von verschiedenen Pflichten. Im Einzelnen heißt dies, dass er zunächst einmal ein Angebot an die Aktionäre zu richten hat, welches bei Beachtung einer bestimmten Annahmefrist zu gleichen Bedingungen für alle angenommen werden kann.²⁷³ Zu beachten ist hierbei allerdings, dass der Gleichheitsgrundsatz nur greift, wenn die Aktien der Aktionäre der gleichen Gattung angehören.²⁷⁴ Dies ist insb. nicht der Fall, sofern bspw. Vorzugs- und Stammaktien eines Zielunternehmens in Rede stehen. Bei dieser Konstellation muss nicht der gleiche Preis geboten werden. Vielmehr sind hier Differenzierungen hinsichtlich des Angebots an die Aktionäre zulässig.²⁷⁵ Selbst eine Beschränkung des Angebots auf die eine oder andere Aktienform wird durch das WpÜG grundsätzlich nicht verboten.²⁷⁶

Ein anderes Ergebnis ergibt sich jedoch z. B., wenn der Bieter die Höhe der Gegenleistung vom Zeitpunkt der Annahme der Erklärung durch den Wertpapierinhaber

²⁷¹ Vgl. zu dem Begriff Bachmann, ZHR 170 (2006), 144 (149); Fleischer, ZIP 2001, 1653 (1658); Paefgen, ZIP 2002, 1509 (1517); Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmengesetz, 2008, § 3 Rn. 3.

²⁷² Vgl. Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmengesetz, 2008, § 3 Rn. 3.

²⁷³ Vgl. Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmengesetz, 2008, § 3 Rn. 3.

²⁷⁴ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 249.

²⁷⁵ Vgl. Bouchon/Müller-Michaels, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil XI Rn. 17; Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 249.

²⁷⁶ Vgl. Bouchon/Müller-Michaels, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil XI Rn. 17; Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 249. Allerdings gilt dies lediglich für ein einfaches Erwerbsangebot, nicht für Übernahme- oder Pflichtangebote. S. dazu ausf. unten.

abhängig macht oder die Gegenleistung nach der Anzahl der Wertpapiere gestaffelt wird.²⁷⁷

Des Weiteren wird dem Bieter auferlegt, allen Wertpapierinhabern die gleichen Informationen zukommen zu lassen. Eine Differenzierung hierbei hinsichtlich unterschiedlichen Wertpapierarten bzw. der Anteilsgröße ist unzulässig.²⁷⁸

Das Gleichbehandlungsgebot aus § 3 Abs. 1 WpÜG zielt aber nicht nur auf den Bieter ab. Auch die Leitungsorgane der Zielgesellschaft werden, was das Verhalten anbelangt, in die Pflicht genommen und angehalten, ihren Aktionären in gleicher Weise Informationen zukommen zu lassen.²⁷⁹ Inwieweit sich daraus auch eine Berechtigung ergibt, den Bieter wiederum vor Abgabe des öffentlichen Angebots mit Informationen über die Zielgesellschaft zu versorgen, ist umstritten.²⁸⁰

b) Transparenzgrundsatz

Das Gebot der Transparenz nach § 3 Abs. 2 WpÜG geht über den Gleichbehandlungsgrundsatz hinaus, indem es normiert, dass den Aktionären der Zielgesellschaft sowohl genügend Zeit als auch genügend Informationen eingeräumt werden, um eben auf transparenter Basis über das Übernahmeangebot entscheiden zu können. Gleichwohl ist dies nur möglich, wenn zunächst einmal auf Grundlage der Gleichbehandlung Informationen über Umstände und Inhalt des Angebots kenntlich gemacht werden.²⁸¹

Der Transparenzgrundsatz selbst begründet allerdings keine Pflicht im engen Sinne und taugt mithin auch nicht als Anspruchsgrundlage bei einer etwaigen Forderung nach Zeit oder Informationszugang. Vielmehr kommt der Regelung ausschließlich erläuternde und steuernde Bedeutung zu.²⁸² Dem entsprechend finden sich speziellere, anspruchsbegründende Normen im WpÜG, die auf die Einhaltung des Gebots der Transparenz achten.²⁸³

²⁷⁷ Vgl. insb. zum ersten Fall, sog. „Windhundrennen“, Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 3 Rn. 8.

²⁷⁸ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 14. Kap. Rn. 28; Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 3 Rn. 9.

²⁷⁹ Vgl. Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 3 Rn. 12.

²⁸⁰ Eindeutig ist hierbei jedoch, dass der Vorstand nach Veröffentlichung der Entscheidung über eine Angebotsabgabe etwaige Informationen nicht nur dem Bieter zur Verfügung stellen darf. Dies folgt auch aus aktien- (v. a. § 53a AktG) und börsenrechtlichen (vgl. § 39 Abs. 1 Nr. 1 BörsG) Vorschriften. In die Einzelheiten dieses Problemkreises einführend Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 3 Rn. 13 ff.

²⁸¹ Daher ist in diesem Rahmen auch häufig die Rede davon, dass der Transparenzgrundsatz in einem engen Verhältnis zum Gleichbehandlungsgebot steht. Vgl. nur Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 3 Rn. 18.

²⁸² Vgl. Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 3 Rn. 18.

²⁸³ Dazu gehören insb. die Vorschriften zur Angebotsunterlage, §§ 10–12 WpÜG, und zu den Fristen innerhalb des Verfahrens, vgl. § 16 WpÜG.

Zentraler Punkt zur Einhaltung des Transparenzgebots ist die Abgabe eines Angebots zur Übernahme, inklusive des sog. Angebotsprospekts (vgl. § 11 WpÜG).²⁸⁴ Darüber hinaus folgt aus dem Grundsatz, dass der Bieter in regelmäßigen Abständen Meldung zu erbringen hat, inwieweit sich nach Ablauf der Meldefrist die Beteiligung an der Zielgesellschaft entwickelt (sog. „Wasserstandsmeldungen“).²⁸⁵ Innerhalb dieses Verfahrens erhalten die Inhaber der jeweiligen Wertpapiere auch Informationen durch die Verwaltung der Zielgesellschaft.²⁸⁶

c) Handeln im Gesellschaftsinteresse

Für das Gelingen einer öffentlichen Übernahme ist es unentbehrlich, dass sowohl das Leitungs- als auch das Kontrollorgan der Zielgesellschaft das Interesse der Gesellschaft selbst beachten. Dieser Notwendigkeit entspricht § 3 Abs. 3 WpÜG, in dem normiert wird, dass Vorstand und Aufsichtsrat im Interesse der Zielgesellschaft zu handeln haben. Es wird dadurch der bereits aus dem Aktienrecht (vgl. §§ 76, 93, 116 AktG) bekannte Grundsatz der ordentlichen Geschäftsführung bestätigt.²⁸⁷ Insoweit besitzt § 3 Abs. 3 WpÜG lediglich eine klarstellende Funktion.²⁸⁸

Inhaltlich gilt es, strikt zwischen dem Gesellschaftsinteresse einerseits und dem Anliegen der Aktionäre der Gesellschaft andererseits zu unterscheiden. So folgt aus dem Grundsatz der zielgesellschaftlichen Interessenwahrung gerade nicht, dass bei einer Übernahme ein möglichst hoher Preis der Aktionäre für den Kauf ihrer Wertpapiere erzielt wird.²⁸⁹ Vielmehr sind Vorstand und Aufsichtsrat in erster Linie Organe der Gesellschaft und somit dieser zu Sorgfalt und Treue verpflichtet.²⁹⁰ Problematisch wird es in Bereichen, in denen die Interessen der Gesellschaft von den Aktionärsinteressen überlagert werden und diesen untergeordnet sind. Die Rede ist von bestimmten Investitionsentscheidungen etc., für die das Gesetz die Hauptversammlung als entscheidendes Gremium vorsieht.²⁹¹ Dennoch haben Vorstand und Aufsichtsrat sich stets vor Augen zu führen, dass sie eben vorrangig der Gesellschaft

²⁸⁴ S. zu den verschiedenen Angebotsarten innerhalb des WpÜG unten. Der Angebotsprospekt ist wiederum in deutscher Sprache und dazu noch verständlich abzufassen, um dem Transparenzgebot hinreichend Rechnung zu tragen. Vgl. zum Angebotsprospekt (Angebotsunterlage) Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 250.

²⁸⁵ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 250.

²⁸⁶ Vgl. zu dieser Ausprägung des Transparenzgebots Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 250; Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 3 Rn. 21.

²⁸⁷ Vgl. zum Grundsatz Schmidt, Gesellschaftsrecht, 2002, S. 815 ff.

²⁸⁸ Vgl. Bouchon/Müller-Michaels, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungsskaufs, 2010, Teil XI Rn. 19.

²⁸⁹ Vgl. nur Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 250.

²⁹⁰ Vgl. Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 3 Rn. 24 m.w.N.

²⁹¹ Vgl. Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 3 Rn. 25.

gegenüber verpflichtet sind, gleichwohl sind die Anteilseignerinteressen bei einer etwaigen Abwägung zu berücksichtigen.²⁹²

Ein besonderer Anwendungsbereich des Interessenwahrungsgrundsatzes eröffnet sich durch § 33 WpÜG. Hiernach darf der Vorstand der Zielgesellschaft grundsätzlich keine Maßnahmen ergreifen, die zur Verhinderung der öffentlichen Übernahme führen könnten.²⁹³ Die Vorschrift wird gemeinhin als abschließende Sonderregelung zu § 3 Abs. 3 WpÜG verstanden.²⁹⁴

d) Beschleunigungsgrundsatz

Nach § 4 Abs. 4 S. 1 WpÜG besteht sowohl für den Bieter als auch für die Zielgesellschaft die Verpflichtung, das Angebotsverfahren schnellstmöglich durchzuführen, damit der unsichere Zustand der anhaltenden Übernahme zügig aufgehoben wird.²⁹⁵ Dies wird v. a. durch speziellere Vorschriften erreicht, die sich an unterschiedlichen Stellen im Gesetz finden. So bestimmt bspw. § 14 WpÜG, dass die Angebotsunterlage innerhalb von vier Wochen nach Veröffentlichung der Entscheidung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu übermitteln und darüber hinaus von dieser nach erfolgreicher Prüfung unverzüglich zu veröffentlichen ist. Die Stellungnahmen der Leitungs- und Kontrollorgane der Zielgesellschaft hierzu sind ebenfalls unverzüglich abzugeben (vgl. § 27 WpÜG). Auch ist die Annahmefrist für das Angebot insgesamt auf maximal zehn Wochen begrenzt (vgl. § 16 Abs. 1 WpÜG).

Eng mit dem Beschleunigungsgebot verbunden ist das Behinderungsverbot nach § 4 Abs. 4 S. 2 WpÜG, das durch ein rasches Verfahren der Übernahme umgesetzt werden soll. So soll die Zielgesellschaft hinsichtlich ihrer Geschäftstätigkeit nur möglichst gering und nicht über einen angemessenen Zeitraum hinaus behindert werden.²⁹⁶

e) Marktverzerrungsverbot

Allein die Nachricht, dass ein Unternehmen übernommen werden könnte, führt in der Regel zu starken Kursschwankungen an den Börsen. Um dies nicht noch zusätzlich zu fördern, gilt nach § 3 Abs. 5 WpÜG der Grundsatz, dass beim Handel mit

²⁹² Vgl. zum Ansatz des sog. shareholder value Groh, DB 2000, 2153 ff.

²⁹³ Einzelheiten hierbei sind stark umstritten und dienen selbst zur Abfassung verschiedener wissenschaftlicher Beiträge. In die Thematik einführend Wolf, ZIP 2008, 300 ff.

²⁹⁴ Vgl. Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 3 Rn. 23 m.w.N.

²⁹⁵ Vgl. Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 3 Rn. 41.

²⁹⁶ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 250. S. zum Hinweis der Wettbewerbsverhinderung durch ein Übernahmeverfahren Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 3 Rn. 42.

Wertpapieren der Zielgesellschaft, der Bietergesellschaft oder eines beteiligten Dritten keine (künstlichen) Marktverzerrungen geschaffen werden dürfen. Unter dem Begriff Marktverzerrung versteht man dabei alle Verhaltensweisen, die den Handel mit Wertpapieren der beteiligten Gesellschaften beeinflussen und dadurch über die Vorteilhaftigkeit der Gegenleistung für ein eigenes oder fremdes Angebot irreführen, wobei die Beeinflussung erheblich sein muss.²⁹⁷

Das Marktverzerrungsverbot steht neben den Vorschriften des WpHG und besitzt dadurch einen eigenen Anwendungsbereich, der sich auf den Zeitraum vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Angebotsabgabe beschränkt.²⁹⁸ Es muss hier sichergestellt werden, dass die Absichten des Bieters nicht bekannt werden. Sollte dies dennoch geschehen, kann es unter Umständen zur Verpflichtung einer Stellungnahme kommen, die auch von der BaFin initiiert werden kann.²⁹⁹ Dennoch darf die Norm nicht als Anspruchsnorm im engeren Sinne verstanden werden. Auch dieses Verbot stellt eben kein Schutzgesetz dar.³⁰⁰

4. Anwendungsbereich

Ungenau erscheint die Formulierung, das WpÜG würde bei jedem Erwerb eines börsennotierten Unternehmens zur Anwendung gelangen. Vielmehr ist in § 1 Abs. 1 WpÜG geregelt, dass dies nur der Fall ist, wenn es um Angebote zum Wertpapiererwerb geht, bei dem die Papiere von einer Zielgesellschaft ausgegeben wurden und darüber hinaus zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind. Wenngleich dies nach einer weltweiten Anwendbarkeit des Gesetzes klingt, so ist deren Geltung doch von den Begrifflichkeiten dieser Norm abhängig.

a) Zielgesellschaft

Nach § 2 Abs. 3 WpÜG sind Zielgesellschaften im Sinne des Gesetzes entweder Aktien- bzw. Kommanditgesellschaften auf Aktien mit Sitz in Deutschland oder Gesellschaften mit einem Sitz in einem anderen Staat des europäischen Wirtschaftsraums, wobei dann zu beachten ist, dass deren Wertpapiere grds. nur an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen sind. Im letzteren Fall findet das WpÜG nur eingeschränkte Anwendung.³⁰¹

²⁹⁷ Vgl. Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 3 Rn. 43 m.w.N.

²⁹⁸ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 251. Insoweit sind auch die Probleme des Insiderrechts im Rahmen einer öffentlichen Übernahme erst an späterer Stelle zu erläutern.

²⁹⁹ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 251.

³⁰⁰ Vgl. Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 3 Rn. 50.

³⁰¹ Im Kern werden in einem solchen Fall gem. § 1 Abs. 3 WpÜG lediglich Fragen der Gegenleistung sowie der Angebotsunterlage und des Verfahrens geregelt. Vgl. König/Wilken/Felke, Praxis des Übernahmerechts, 2008, Rn. 8.

b) Wertpapiere

Unter Wertpapieren versteht man nach dem Gesetz sowohl Aktien als auch vergleichbare Wertpapiere und Zertifikate, sofern diese Aktien vertreten und andere Papiere, die den Erwerb von Aktien etc. zum Gegenstand haben. So gehören in diesen Kreis bspw. auch Optionsscheine oder Wandelanleihen.³⁰² Hinsichtlich der Aktie als Wertpapier ist von zentraler Bedeutung, dass dieser ein mitgliedschaftliches Recht innewohnt. Eine Stimmrechtsgewährung ist hierbei nicht entscheidend, so dass auch Vorzugsaktionäre notwendiger Adressat eines etwaigen Pflichtangebots sind.³⁰³ Nicht zu Wertpapieren im Sinne des Gesetzes gehören allerdings Schuldverschreibungen wie Anleihen selbst.³⁰⁴

c) Zulassung zum Handel am organisierten Markt

Die Wertpapiere des Zielunternehmens müssen nach dem Wortlaut des § 1 Abs. 1 WpÜG zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sein. Was man unter einem organisierten Markt versteht, beschreibt § 2 Abs. 7 WpÜG, in dem auf den regulierten Markt im Inland und die geregelten Märkte im europäischen Wirtschaftsraum abgestellt wird. Es kommt hierbei ausschließlich auf die Zulassung an. Mithin ist einzig die Erlaubnis entscheidend, dass die Wertpapiere der betreffenden Gesellschaft an den jeweiligen Börsen gehandelt und somit auch die entsprechenden Einrichtungen genutzt werden dürfen.³⁰⁵ Ein tatsächlich erfolgreicher Handel der betreffenden Papiere ist keine Voraussetzung der Anwendbarkeit.³⁰⁶ Ebenso wenig kommt es auf die Börseneinführung und Börsennotierung an.³⁰⁷ Hinsichtlich des Zeitpunktes der Börsenzulassung ist zu beachten, ob diese vorliegt, wenn erstmals Rechtsfolgen des WpÜG entstehen. Bedeutsam ist somit bei Übernahmen, ob eine Börsenzulassung zum Zeitpunkt der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots (vgl. § 10 Abs. 1 S. 1 WpÜG) gegeben ist.³⁰⁸

d) Angebot

Schlussendlich bedarf es zur Anwendung des Gesetzes eines Angebots. Angebote werden hierbei verstanden als freiwillige oder auf Grund einer Verpflichtung nach

³⁰² Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 247.

³⁰³ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 247.

³⁰⁴ Vgl. nur Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 562.

³⁰⁵ Vgl. Angerer, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 1 Rn. 60.

³⁰⁶ Vgl. Oechsler, in: Ehricke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, 2003, WpÜG, 2003, § 1 Rn. 8.

³⁰⁷ Vgl. Angerer, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 1 Rn. 60.

³⁰⁸ Vgl. Angerer, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 1 Rn. 61 m.w.N. und der Behandlung besonderer Fallgruppen bei den erfassten Börsensegmenten.

dem WpÜG erfolgende öffentliche Kauf- oder Tauschangebote zum Erwerb von Wertpapieren der Zielgesellschaft (vgl. § 2 Abs. 1 WpÜG). Das Gesetz kennt dabei allerdings unterschiedliche Angebotsarten. Es unterscheidet zwischen einfachen öffentlichen Erwerbsangeboten, Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten.³⁰⁹

aa) Einfache öffentliche Erwerbsangebote

Das einfache öffentliche Erwerbsangebot nach den Regelungen des Abschn. 3 (§§ 10–28 WpÜG) ist der gesetzliche Regelfall. Es liegt vor, wenn ein freiwilliges Angebot zum Erwerb einer Beteiligung abgegeben wird, die sich unterhalb der Kontrollschwelle von 30 % der Stimmanteile an der Zielgesellschaft bewegt („Einstiegsangebot“).³¹⁰ Dies gilt ebenso für Fälle, in denen bereits eine Kontrollbeteiligung vorliegt und diese durch ein solches freiwilliges Angebot weiter aufgestockt wird („Aufstockungsangebot“).³¹¹ Da der Bieter hinsichtlich der Abgabe eines Angebots dieser Art frei ist und dieses auch nicht auf einen Kontrollerwerb und damit eine Übernahme der Zielgesellschaft im engeren Sinne abzielt, stehen ihm auch mehrere Gestaltungsmöglichkeiten zur Seite. So kann der Bieter bspw. die Art der Gegenleistung frei wählen und sowohl Bar- als auch Tauschangebote oder diesbezügliche Mischformen unterbreiten.³¹² Darüber hinaus kann das Angebot gem. § 19 WpÜG auf lediglich bestimmte Wertpapierarten, wie stimmrechtslose Vorzugsaktien, beschränkt, oder einzig auf eine bestimmte Beteiligungshöhe ausgerichtet sein.³¹³

bb) Übernahmeangebote

Einen gesetzlichen Sonderfall stellt das Übernahmeangebot dar. Dieses liegt gem. § 29 Abs. 1 WpÜG vor, wenn ein Angebot auf den Erwerb der Kontrolle über die Zielgesellschaft ausgerichtet ist. Dies bedeutet, dass der Bieter zum Zeitpunkt des Angebotsbeginns noch nicht die Kontrolle über das Zielunternehmen erlangt hat, jedoch erwartet, nach Abschluss des Verfahrens über eine Mehrheit zu verfügen.³¹⁴ Der Begriff der Kontrolle wird in § 29 Abs. 2 WpÜG legal definiert als das Halten von mindestens 30 % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft.³¹⁵ Auch ein solches

³⁰⁹ Vgl. zur Übersicht Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 564; Lenenbach, Kapitalmarktrecht, 2010, Rn. 16.17.

³¹⁰ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 564.

³¹¹ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 251.

³¹² Vgl. Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 222.

³¹³ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 252.

³¹⁴ Vgl. Süßmann, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 29 Rn. 2.

³¹⁵ Die auch für Übernahmeangebote geltende besondere Problematik der Zurechnung von Stimmrechten wird im Zusammenhang mit dem Pflichtangebot behandelt. S. unten Punkt B.I.4.d.cc.

Angebot ist freiwillig, wenngleich dessen Ausgestaltung besonderen Anforderungen (vgl. §§ 29–34 WpÜG), neben denen der §§ 10–28 WpÜG, unterliegt.³¹⁶

Allein bedeutsam für ein Übernahmeangebot ist, dass objektiv die Möglichkeit besteht, dass der Bieter die Kontrolle i.S.d. § 29 Abs. 2 WpÜG erlangen kann. Auf etwaige Absichten des Bieters kommt es an dieser Stelle genauso wenig an, wie auf die Frage, ob das Angebotsverfahren letztendlich tatsächlich zur Kontrollstellung führt. Allein die Tatsache, dass das Angebot bei vollständiger Annahme zum Kontrollenerwerb durch den Bieter führen würde, ist ausreichend.³¹⁷ Mithin ist ein Übernahmeangebot nicht anzubringen, wenn selbst im Falle der vollständigen Annahme ein Erwerb der Kontrollposition nicht gelingen kann, wie es bspw. auf Angebote zutrifft, die ausschließlich auf den Erwerb von stimmrechtslosen Vorzugsaktien oder etwa Optionsanleihen gerichtet sind.³¹⁸

cc) Pflichtangebote

Wie der Begriff es bereits nahe legt, handelt es sich bei der letzten Angebotsart des WpÜG nicht um eine freiwillige Angebotsabgabe, sondern um eine Verpflichtung des Bieters gem. § 35 WpÜG ein Angebot hinsichtlich der Übernahme der Wertpapiere des Zielunternehmens abzugeben, wenn die dafür notwendigen Voraussetzungen vorliegen. Diese belaufen sich im Kern auf die Tatsache, dass unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangt wurde, ohne dass dem ein Übernahmeangebot nach § 29 Abs. 1 WpÜG vorausging.³¹⁹ Anders formuliert bedeutet dies, dass grds. immer, wenn die 30 %-Schwelle bspw. durch außerbörslichen rechtsgeschäftlichen Erwerb oder durch Erbfall überschritten wird, ein Pflichtangebot nach § 35 WpÜG vorgelegt werden muss. Das Pflichtangebot, für das neben den Regeln des Abschn. 3 (§§ 10–28 WpÜG) und des Abschn. 4 (§§ 29–34 WpÜG) die §§ 35–39 WpÜG gelten, kann mithin als eine Art staatlichen Zwangs angesehen werden, ein Angebot mit bestimmten Inhalten abzugeben.³²⁰ Teilweise wird dieser Kontrahierungszwang als ungeheuerlicher Eingriff in die Privatautonomie wahrgenommen.³²¹ Dem steht die Legitimation durch kapitalmarktrechtliche Erwägungen gegenüber. Insbesondere wird hier die Frage der Investitionsentscheidung betont, die durch

³¹⁶ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 566; Geibel/Süßmann, BKR 2002, 52 (53); Noack, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 29 WpÜG Rn. 2. So ist insb. auf die Art der Gegenleistung hinzuweisen, die ggü. den einfachen öffentlichen Erwerbsangeboten stärker reglementiert wird. Es besteht bspw. in der Praxis regelmäßig die Frage, welche Art der Gegenleistung gewählt werden kann und wann man von einer Angemessenheit der Gegenleistung sprechen kann. Ausf. dazu Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 254 ff.

³¹⁷ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 252.

³¹⁸ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 252. Es mangelt diesen Wertpapieren einfach an den notwendigen Stimmrechten.

³¹⁹ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 567.

³²⁰ Vgl. nur Noack/Zetzsche, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 35 WpÜG Rn. 2.

³²¹ Vgl. Altmeppen, ZIP 2001, 1073 (1084).

die Kontrollerlangung einer anderen Person erheblich gestört sei.³²² Darüber hinaus wird der Eingriff umfänglich mit der andernfalls eingeschränkten Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und des damit verbundenen langfristigen Vertrauensverlustes der Anleger in den Markt gerechtfertigt.³²³

Die Regel, dass bei Halten von mindestens 30 % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft (ohne vorangegangenes Übernahmeangebot) ein Pflichtangebot abzugeben ist, kennt allerdings auch Ausnahmen, die zur Umsetzung jedoch der Mitwirkung der BaFin bedürfen. So ist es zum einen möglich, dass bestimmte Stimmrechte bei der Anteilsberechnung nicht berücksichtigt werden, zum anderen besteht bei bestimmten Konstellationen auch die Möglichkeit der generellen Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (vgl. §§ 36 f. WpÜG). Eine Nichtberücksichtigung von Stimmrechten erscheint z. B. in den Fällen eines Erbgangs vor dem Hintergrund durchsetzbar, dass die Erben durch die Erhöhung der Anteile über die Kontrollschwelle hinaus finanziell nicht ruiniert werden.³²⁴ Bei Vorliegen der in § 36 WpÜG (abschließend) aufgelisteten Tatbestände ist die BaFin verpflichtet, eine Ausnahmegenehmigung zur Nichtberücksichtigung der Stimmrechte zu erteilen.³²⁵ Es besteht insoweit kein Ermessensspielraum der Behörde, da es sich um eine gebundene Entscheidung handelt.³²⁶ Das Verfahren zur Befreiung von der Angebotsverpflichtung gem. § 37 WpÜG gestaltet sich, auch auf Grund der Ermessenstätigkeit der BaFin³²⁷, demgegenüber schwieriger. Nach dieser Norm soll in berechtigten Fällen ein notwendiges Korrektiv zu der zwangsläufig weiten Pflicht zur Abgabe eines Pflichtangebots nach Kontrollerlangung gewährt werden.³²⁸ Dafür muss ein in § 37 Abs. 1 WpÜG aufgeführter Befreiungssachverhalt vorliegen. Da diese Sachverhalte insgesamt als recht allgemein formuliert bezeichnet werden können, findet eine Flankierung und Konkretisierung durch die Vorschriften der WpÜG-Angebotsverordnung³²⁹ (WpÜG-AngVO) statt.³³⁰

³²² Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 568. Anders formuliert sollen die Minderheitsaktionäre in die Lage versetzt werden, ihre Beteiligung am Unternehmen zu einem angemessenen Preis zu verkaufen. Vgl. dazu Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 256.

³²³ Vgl. Kleindiek, ZGR 2002, 546 (560).

³²⁴ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 569.

³²⁵ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 260.

³²⁶ Vgl. von Bülow, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2010, § 36 Rn. 2; Ekkenga, in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, 2003, § 36 Rn. 2; Meyer, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 36 Rn. 1; Noack/Zetzsche, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 36 WpÜG Rn. 1.

³²⁷ Vgl. nur König/Wilken/Felke, Praxis des Übernahmerechts, 2008, Rn. 490.

³²⁸ Vgl. Meyer, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 37 Rn. 4.

³²⁹ Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots vom 27.12.2001, BGBl. I 2001, S. 4263.

³³⁰ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 570; Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 260 f. Die Verordnung findet ihre Rechtsgrundlage in § 37 Abs. 2 WpÜG.

Den Befreiungsmöglichkeiten kommt eine große praktische Relevanz zu.³³¹ Aus diesem Grund ist die Beantwortung der Frage entscheidend, ob die in § 37 Abs. 1 WpÜG aufgelisteten Befreiungssachverhalte als abschließend zu bewerten sind oder nicht.³³² Es wird vorgebracht, dass für eine Bewertung der Befreiungsmöglichkeiten als abschließende Aufzählung zunächst einmal der Wortlaut der Regelung spreche.³³³ Dem wird entgegengehalten, dass dieser allerdings weder auf einen exemplarischen Charakter hindeute, noch diesen ausschließe.³³⁴ Vielmehr bedürfe die Norm einer verfassungskonformen Auslegung, die zu dem Ergebnis der lediglich beispielhaften und keinesfalls abschließenden Aufzählung der Möglichkeiten führe.³³⁵ Dieser Auslegungsgrundsatz wird damit begründet, dass die Untersagung einer Befreiung allein wegen der vermeintlich abschließenden Aufzählung der Möglichkeiten ohne Vorliegen eines Schutzbedürfnisses verfassungsrechtlich bedenklich sei.³³⁶ Allerdings ist hierbei fraglich, warum sich diese Bedenklichkeit gerade an dieser Stelle ergeben soll, wenn bereits die Einführung einer Angebotspflicht beanstandet werden kann, jedoch nach Abwägung zu Gunsten eines funktionsfähigen Kapitalmarkts rechtmäßig erscheint.³³⁷ Mithin ist durch dieses Argument nicht automatisch die Konsequenz einer nicht abschließend gemeinten Aufzählung in § 37 Abs. 1 WpÜG gegeben. Etwas anderes könnte sich aber mit Blick auf den Telos der Norm ergeben. Schließlich ist auch in der Gesetzesbegründung die Rede davon, dass die Ausnahmefälle des § 35 WpÜG, in denen eine Befreiung in Betracht kommt, nicht abschließend bestimmt werden könnten.³³⁸ Beabsichtigt wurde mithin die Erschaffung einer offenen Regelung, die damit auch weit auszulegen sei.³³⁹ Dies steht allerdings nicht im Widerspruch zu der Annahme einer abschließenden Aufzählung. Vielmehr ist § 37 WpÜG im Zusammenhang mit den Vorschriften der WpÜG-AngVO zu lesen, sodass die allgemeinen Sachverhalte näher bestimmt werden können und damit konkreter erscheinen. Insgesamt ist folglich festzuhalten, dass die Befreiungstatbestände in § 37 Abs. 1 WpÜG abschließend genannt sind.³⁴⁰

³³¹ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 260. Hier wird insb. die Sanierungsbefreiung nach § 9 S. 1 Nr. 3 WpÜG-AngVO als Fall beschrieben, der in der Praxis am weitesten verbreitet ist.

³³² Vgl. zum Problemaufriss Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 570.

³³³ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 570; Versteegen, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2010, § 37 Rn. 73.

³³⁴ Vgl. Bernau, WM 2004, 809 (811).

³³⁵ Vgl. Bernau, WM 2004, 809 (811).

³³⁶ Vgl. Bernau, WM 2004, 809 (811).

³³⁷ Ähnlich auch Versteegen, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2010, § 37 Rn. 73.

³³⁸ Vgl. BT-Drs. 14/7034, S. 81.

³³⁹ Vgl. Bernau, WM 2004, 809 (811).

³⁴⁰ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 570; Ekkenga, in: Ehricke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, 2003, § 37 Rn. 16; Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 260; Harbarth, ZIP 2002, 321 (330); König/Wilken/Felke, Praxis des Übernahmerechts, 2008, Rn. 489; Lenz/Linke, AG 2002, 361 (366); Meyer, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs-

Wie bereits erwähnt, bedarf es zur Verpflichtung zur Abgabe eines Angebots nach § 35 Abs. 1 WpÜG insb. des Erreichens der Kontrollschwelle von 30 % der Anteile an der Zielgesellschaft. Nur in wenigen Fällen lässt sich diese Stimmrechtsüberlegenheit jedoch einzig auf die Stimmrechte des Bieters zurückführen. Häufig besteht die Konstellation, dass Dritte, die eine Verbindung zum Bieter haben, selbst Anteile und damit Stimmrechte an der Zielgesellschaft besitzen.³⁴¹ Diese könnten unter Umständen dem Bieter nach § 30 Abs. 1 WpÜG zuzurechnen sein. Davon zu unterscheiden sind Tatbestände des sog. Acting in Concert nach § 30 Abs. 2 WpÜG, wo auf Grund eines abgestimmten Verhaltens zwischen Bieter und Drittem ebenfalls eine Zurechnung der Stimmrechte erfolgt. Gemein ist beiden Tatbeständen, dass durch sie Umgehungsmöglichkeiten des § 29 WpÜG ausgeschlossen werden.³⁴² Durch die große Bedeutung der Stimmrechtszurechnung in der Praxis soll an dieser Stelle vertiefend auf Besonderheiten eingegangen werden.

(1) Zurechnung von Stimmrechten nach § 30 Abs. 1 WpÜG § 30 Abs. 1 WpÜG beschreibt sechs Fälle, in denen Stimmrechte aus Aktien, die nicht im Eigentum des Bieters stehen, diesem gleichwohl zugerechnet werden, da der Dritte als Inhaber der Wertpapiere in einer besonderen rechtlichen Beziehung zum Bieter steht. So legt allen voran § 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpÜG fest, dass dem Bieter Stimmrechte aus Aktien, die einem Tochterunternehmen des Bieters gehören, zuzurechnen sind. Der Begriff des Tochterunternehmens wird im Gesetz selbst definiert (vgl. § 2 Abs. 6 WpÜG).³⁴³ Zu berücksichtigen ist allerdings, dass, losgelöst von der Höhe der Beteiligung des Bieters am Tochterunternehmen etc., eine Zurechnung der Stimmrechte in der vollen Höhe von 100 % erfolgt und nicht etwa eine Berechnung nach der Quote stattfindet.³⁴⁴ Des Weiteren sieht das Gesetz in § 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 2–6 WpÜG eine Reihe weiterer Fälle vor, in denen der Dritte entweder zivilrechtlich an den Bieter gebunden ist oder aber dieser eine rechtliche Position besitzt, die eine Wahrnehmung des Stimmrechts nach seinen Vorstellungen vermuten lässt.³⁴⁵ Eine Zurechnung, die mitunter zur Kontrollerlangung führen kann, erfolgt demnach gem. § 30 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG, wenn die Aktien der Zielgesellschaft einem Dritten gehören, aber für Rechnung des

und Übernahmegesetz, 2008, § 37 Rn. 30; Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 619; Versteegen, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2010, § 37 Rn. 73. A.A. Bernau, WM 2004, 809 (811); Noack/Zetzsche, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 37 WpÜG Rn. 2.

³⁴¹ Diese Ausgangssituation stellt zugleich die Schnittstelle zwischen WpÜG und WpHG mit der Folge dar, dass insb. die Normen des § 22 WpHG und des § 30 WpÜG sich aneinander orientieren.

³⁴² Vgl. Franck, BKR 2002, 709 (710).

³⁴³ Vgl. Süßmann, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 30 Rn. 2.

³⁴⁴ Vgl. Süßmann, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 30 Rn. 3; Witt, AG 2001, 233 (237).

³⁴⁵ Vgl. König/Wilken/Felke, Praxis des Übernahmerechts, 2008, Rn. 39. Noack/Zetzsche, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 30 WpÜG Rn. 4 teilen die Tatbestände grob in diese beiden Gruppen ein.

Bieters gehalten werden³⁴⁶, gem. § 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 3, wenn der Bieter die Aktien einem Dritten als Sicherheit übertragen hat oder dem Bieter ein Nießbrauch an diesen zusteht (§ 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 4 WpÜG). Schlussendlich stehen Stimmrechten des Bieters Stimmrechte aus Aktien der Zielgesellschaft gleich, die der Bieter durch eine Willenserklärung erwerben kann (vgl. § 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 WpÜG) oder die ihm anvertraut sind (vgl. § 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 6 WpÜG). Gem. § 30 Abs. 1 S. 2 WpÜG gilt insgesamt eine sog. Kettenzurechnung, durch die Stimmrechte, die dem Bieter zugerechnet werden, beim Aktionär nicht wegzurechnen sind.³⁴⁷ Danach werden bspw. dem Bieter Stimmrechte zugerechnet, die nicht unmittelbar von einer Tochtergesellschaft gehalten werden, sondern vielmehr „lediglich“ dieser selbst erst über die Regeln von § 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 2–6 WpÜG zugerechnet werden können.³⁴⁸

(2) Stimmbindungsvereinbarungen nach § 30 Abs. 2 WpÜG Denklogisch besteht nicht nur die Möglichkeit, dass ein Dritter eine besondere rechtliche Verbindung zum Bieter aufweist und diesem dadurch dessen Stimmrechte zugerechnet werden. Vielmehr sieht § 30 Abs. 2 WpÜG vor, dass das alleinige einvernehmliche Handeln zwischen Bieter und Drittem ausreichen kann, um eine jeweilige Zurechnung der Stimmrechte vornehmen zu müssen.³⁴⁹ Dieses als „Acting in Concert“ bekannte Prinzip stellt hierbei nicht notwendigerweise auf eine verpflichtende Vereinbarung ab. Entscheidend ist vielmehr, dass das Verhalten in Bezug auf die Zielgesellschaft schlicht und einfach abgestimmt wird.³⁵⁰ Allerdings ist dieser im ersten Moment verständlich erscheinende Grundsatz von Unklarheiten hinsichtlich der genauen Anforderungen an die Tatbestandsmerkmale geprägt. Mithin ist es nicht überraschend, dass viele Fragen der Zurechnung infolge eines abgestimmten Verhaltens sowohl die Theorie als auch die Praxis stark beschäftigen.³⁵¹

§ 30 Abs. 2 WpÜG verlangt grundsätzlich eine Abstimmung des Verhaltens in Bezug auf die Zielgesellschaft auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise zwischen dem Bieter und einem Dritten. Dabei ist das schwierigste und zugleich bedeutsamste Tatbestandselement die Abstimmung selbst.³⁵² Diese muss nicht zwingend als schriftliche Absprache erfolgen. Einzig ein kommunikativer Prozess muss ablaufen, der (zumindest stillschweigend) in eine Verständigung dahingehend einmündet, dass Bieter und Dritter sich darüber einig sind, ihr Abstimmungsverhalten koordinieren zu wollen.³⁵³ Die Abstimmung kann dabei entweder auf eine

³⁴⁶ Ausf. dazu Süßmann, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 30 Rn. 5 ff.

³⁴⁷ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 576.

³⁴⁸ Vgl. König/Wilken/Felke, Praxis des Übernahmerechts, 2008, Rn. 38.

³⁴⁹ Vgl. Süßmann, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 30 Rn. 30.

³⁵⁰ Vgl. Süßmann, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 30 Rn. 30.

³⁵¹ Als alleiniges Indiz genügt ein Blick auf die Vielzahl der Veröffentlichungen zum Thema des Acting in Concert.

³⁵² Vgl. Casper, ZIP 2003, 1469 (1474).

³⁵³ Vgl. von Bülow, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2010, § 30 Rn. 214; Casper, ZIP 2003, 1469 (1474).

Vereinbarung gestützt oder auch in sonstiger Weise begründet worden sein. Die genauen Anforderungen an die Qualität der Vereinbarung sind unklar. Fest steht lediglich, dass sie nachhaltig und von einer gewissen Dauer sein muss.³⁵⁴ Damit fallen rechtlich bindende Verträge eindeutig hierunter.³⁵⁵ Aber auch rechtlich nicht bindende Absprachen werden von der Norm erfasst. Dabei kann es dahinstehen, ob man sie im Einzelfall als Vereinbarung oder als Abstimmung in sonstiger Weise ansehen mag.³⁵⁶ Eine solche verlangt das Vorliegen rechtlicher und tatsächlicher Umstände, die eine ausreichend sichere Grundlage für die Ausübung gemeinsamer Herrschaft durch bewusstes Zusammenwirken bilden.³⁵⁷ Bedeutsam ist in diesem Zusammenhang, dass die Abstimmung hierbei bezogen auf die Zielgesellschaft erfolgen muss. Gefordert wird somit ein konkreter gesellschaftsrechtlicher Bezug mit Blick auf diese.³⁵⁸ In der aktuellen Fassung des § 30 Abs. 2 WpÜG inklusive der Änderung durch das noch an späterer Stelle umfangreicher zu erläuternde Risikobegrenzungs-gesetz³⁵⁹ findet jedoch nicht nur eine Zurechnung der Stimmrechte statt, wenn eine Abstimmung hinsichtlich der Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung gegeben ist.³⁶⁰ Vielmehr verdeutlicht der Wortlaut nunmehr, dass grundsätzlich auch ein Verhalten außerhalb der Hauptversammlung ausreichen kann, sofern eine dauerhafte und erhebliche Änderung der unternehmerischen Ausrichtung der Gesellschaft bezweckt wird („Zusammenwirken in sonstiger Weise“).³⁶¹ Von der Zurechnung nach § 30 Abs. 2 WpÜG sind insgesamt solche Verhaltensweisen ausgeschlossen, die sich lediglich auf die Ausübung von Stimmrechten in Einzelfällen beziehen.³⁶² Somit wurde lange Zeit angenommen, dass dieses Tatbestandsmerkmal bei einer Vereinbarung hinsichtlich des Verhaltens in einer Hauptversammlung die Zurechnung entfallen lasse.³⁶³ Nach der aktuellen Rechtslage würde damit die Ausnahme des Einzelfalls noch einen größeren Anwendungsbereich finden, da es eben nicht unbedingt einer Ausübung der Stimmrechte in der Hauptversammlung bedarf. Jedoch ist noch immer nicht abschließend geklärt, ob die Bestimmung des

³⁵⁴ Vgl. LG Hamburg, ZIP 2007, 427 (429); Schneider, in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 30 Rn. 104.

³⁵⁵ Casper, ZIP 2003, 1469 (1475); Schneider, in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 30 Rn. 99.

³⁵⁶ Vgl. Casper, ZIP 2003, 1469 (1475), der v. a. die sog. Gentlemen Agreements berücksichtigt.

³⁵⁷ Noack/Zetzsche, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 30 WpÜG Rn. 21.

³⁵⁸ Vgl. Casper, ZIP 2003, 1469 (1475); Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 580 f.

³⁵⁹ Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken vom 12.8.2008, BGBl. I 2008, S. 1666.

³⁶⁰ So noch BGHZ 169, 98 (105); Borges, ZIP 2007, 357 (362).

³⁶¹ Vgl. Pluskat, DB 2009, 383 (385), die nachvollziehbar darauf hinweist, dass unklar sei, welche Fälle hier überhaupt vorstellbar sind.

³⁶² Vgl. Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 595.

³⁶³ Vgl. Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 596 m.w.N.

Einzelfalls formell oder materiell zu erfolgen hat.³⁶⁴ Der BGH tendiert eher zur formellen Betrachtungsweise, die zugleich den Vorteil mitbringt, dass sie zu klareren Ergebnissen und damit zu einer Vereinfachung der Rechtsanwendung führt.³⁶⁵ Die materielle Sichtweise würde insb. die Frage der Spürbarkeit der Abstimmung in den Vordergrund stellen und so die Ausnahme eines Einzelfalls annehmen, wenn nur unerhebliche, für die Kontrolle der Zielgesellschaft nicht geeignete Abstimmungsgegenstände zum Inhalt der Vereinbarung gemacht werden.³⁶⁶ Nach der neuen Rechtslage scheint sich aber wohl ein Vorzug der formellen Ansicht abzuzeichnen.³⁶⁷

Im Übrigen findet auch im Rahmen des Acting in Concert der Grundsatz der Kettenzurechnung Anwendung. Dies bedeutet, dass hier ebenfalls Stimmrechte, die dem Dritten bei Anwendung der in § 30 Abs. 1 WpÜG genannten Fälle zuzurechnen sind, wiederum dem Bieter zugerechnet werden.³⁶⁸ Die Konsequenz hieraus ist, dass durchaus Konstellationen denkbar sind, in denen bei einem abgestimmten Verhalten nach § 30 Abs. 2 WpÜG gleich mehrere Personen zur Abgabe eines Pflichtangebots verpflichtet sind, weil ihnen wechselseitig die Stimmrechtsanteile zugerechnet werden.³⁶⁹

II. Ablauf einer öffentlichen Übernahme nach WpÜG

Der Kauf eines börsennotierten Unternehmens weist im Vergleich zu dem sonstigen, allgemeinen Ablauf einer Transaktion einige Besonderheiten auf. Dementsprechend soll an dieser Stelle ausdrücklich das Verfahren bei einer öffentlichen Übernahme hinsichtlich der Erweiterungen zum „normalen“ Ablauf näher dargestellt werden.

Grob betrachtet lässt sich das sog. Angebotsverfahren, also der Ablauf einer öffentlichen Übernahme nach dem WpÜG, in vier Phasen einteilen.

1. Vor-Angebotsphase

Auch der Kauf eines börsennotierten Unternehmens wird mit einer Vorbereitungsphase eingeläutet. Die Vor-Angebotsphase beinhaltet insb. bedeutsame Entscheidungen hinsichtlich der Transaktionsstruktur und des Angebotspreises durch

³⁶⁴ Vgl. Pluskat, DB 2009, 383 (386). Des Weiteren wird das Problem anhand der Formulierung deutlich bei Noack/Zetzsche, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 30 WpÜG Rn. 24.

³⁶⁵ Vgl. nur BGHZ 169, 98.

³⁶⁶ Vgl. Casper, ZIP 2003, 1469 (1476); Lenenbach, Kapitalmarktrecht, 2010, Rn. 16.31; Noack/Zetzsche, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 30 WpÜG Rn. 24.

³⁶⁷ Vgl. BT-Drs. 16/9821, S. 16.

³⁶⁸ Vgl. von Bülow, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2010, § 30 Rn. 30.

³⁶⁹ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 576.

den Bieter.³⁷⁰ Vor dem Hintergrund dieser Fragestellungen empfiehlt es sich auch bzw. gerade an dieser Stelle, frühzeitig Unterstützung durch spezialisierte Berater in Anspruch zu nehmen.³⁷¹ Des Weiteren kann dieser zeitliche Abschnitt im Großen und Ganzen mit dem bereits beschriebenen Ablauf³⁷² im Vorfeld einer („normalen“) Übernahme gleichgesetzt werden.

Wesentliche Unterschiede bestehen jedoch in zweifacher Hinsicht. Zum einen erfolgt in der Regel bei einer öffentlichen Übernahme schon im Vorfeld der Kontakt zwischen Bieter und Zielgesellschaft. Genauer formuliert geht es hierbei zunächst um den Kontakt mit denjenigen Gesellschaftern (Aktionären), die einen großen Anteil am Grundkapital der Gesellschaft innehaben (Großaktionäre), sofern diese vorhanden sind.³⁷³ Ziel dieser Kontaktaufnahme ist es, ggf. durch Erwerbe von Aktienpaketen außerhalb der Börse bereits einen gewissen Einfluss auf die Zielgesellschaft zu begründen, bevor überhaupt das Angebotsverfahren nach den Vorschriften des WpÜG zu laufen beginnt.³⁷⁴

Ein zweiter wesentlicher Unterschied zum Erwerb eines nicht-börsennotierten Unternehmens im Rahmen der Vorbereitungsphase liegt darin, dass der Bieter bereits zu diesem frühen Zeitpunkt bestmöglich über das Zielobjekt informiert sein muss, da ein Rückzug nach Veröffentlichung des Angebots nicht mehr möglich ist und er somit den Annahmen seitens der Aktionäre ausgeliefert ist.³⁷⁵ Schlimmstenfalls zahlt er mithin einen hohen Preis für ein ggf. insolvenzreifes Unternehmen. Um dies zu vermeiden, wird sich der Bieter so früh wie nur möglich bemühen, durch eine Kontaktaufnahme mit dem Vorstand der Zielgesellschaft einen Einblick in diese zu gewinnen, der über die öffentlich bekannten Informationen hinausgeht.³⁷⁶ Ein positiver Nebeneffekt lässt sich darüber hinaus noch mit Blick auf die Erfolgsaussichten der Übernahme ausmachen. So dürften Aktionäre eher bereit sein das Angebot des Bieters anzunehmen, wenn der Vorstand der Zielgesellschaft der Übernahme positiv gegenübersteht.³⁷⁷ Etwas anderes gilt allerdings dann in zweifacher Hinsicht, wenn

³⁷⁰ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 262.

³⁷¹ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 262.

³⁷² S. dazu unter Punkt A.III.1.

³⁷³ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 577; Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 262 f.; Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 745.

³⁷⁴ Vgl. nur Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 262 f., der zu Recht darauf hinweist, dass dadurch auch etwaige Übernahme-Konkurrenten abgeschreckt werden. Zugleich eröffnet dieser Ablaufbestandteil den Themenbereich der Meldepflichten, der als Kern der Untersuchung an späterer Stelle ausführlich behandelt wird.

³⁷⁵ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 263.

³⁷⁶ Die Due-Diligence Prüfung in solchen Fällen fällt gleichwohl um ein Vielfaches knapper aus, als es sonst der Fall ist. Problematisch in diesem Bereich ist auch die Frage, inwieweit der Vorstand der Zielgesellschaft überhaupt Informationen herausgeben darf. Vgl. dazu ausf. Banerjee, ZIP 2003, 1730 (1730 ff.).

³⁷⁷ Vgl. nur Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 741.

es sich bei der geplanten Übernahme um eine feindliche handelt. Dann verbleiben dem Bieter nur noch öffentlich zugängliche Daten als Informationsquelle.³⁷⁸

2. Entscheidung über Angebotsabgabe³⁷⁹

Nach § 10 Abs. 1 WpÜG ist der Bieter verpflichtet, seine Entscheidung hinsichtlich der Abgabe eines Angebots unverzüglich zu veröffentlichen.³⁸⁰ Mit dieser Verpflichtung beginnt das Übernahmeverfahren im engeren Sinne.³⁸¹ Damit soll den möglichen Marktverzerrungen begegnet werden, die sich regelmäßig an den Börsen einstellen, wenn die Nachricht über die Übernahme eines börsennotierten Unternehmens die Öffentlichkeit erreicht.³⁸²

Fraglich erscheint in diesem Zusammenhang aber, wann tatsächlich von einer Entscheidung des Bieters, das Zielunternehmen zu kaufen, gesprochen werden kann. Die Lösung dieser Fragestellung ist alleine schon deswegen von großer Bedeutung, weil an diesen Zeitpunkt verschiedene Rechtsfolgen geknüpft werden (vgl. § 10 Abs. 1, 2 und 5 WpÜG). Das Gesetz hilft hier auch nicht weiter, da es den Begriff der Entscheidung nicht umschreibt.³⁸³ Gemeinhin lässt sich als Entscheidung die abschließende Meinungsbildung des Bieters verstehen, die erst dann gegeben ist, wenn die Vorbereitung des Angebots nicht mehr andauert und damit die Vor-Angebotsphase abgeschlossen ist.³⁸⁴ Es ist somit wohl darauf abzustellen, dass die Entscheidung aus Bietersicht nach dem normalen Lauf der Dinge so weit feststeht, dass von ihr nicht mehr abgerückt wird und sie damit als hinreichend sicher gilt.³⁸⁵ De facto hilft diese genaue Begrifflichkeit aber in dem Moment nicht weiter, wo man an die Vorgabe der Unverzüglichkeit zur Veröffentlichung anknüpft. Insoweit läuft die gesetzliche Absicht in gewissen Grenzen leer, da nicht sicher feststellbar ist, wann der Bieter tatsächlich den Entschluss getroffen hat, die Übernahme durchzuführen.³⁸⁶

³⁷⁸ Vgl. König/Wilken/Felke, Praxis des Übernahmerechts, 2008, Rn. 75.

³⁷⁹ Die detaillierten Fragestellungen im Konfliktbereich zwischen § 10 WpÜG und einem möglichen Anschleichen an die Zielgesellschaft werden an späterer Stelle ausf. behandelt. S. dazu im 3. Kap. unter Punkt B.I.2.

³⁸⁰ Eine Ausnahme gilt nach § 35 Abs. 1 S. 1 WpÜG für das Pflichtangebot. Hier bedarf es einer unverzüglichen Veröffentlichung bezüglich des Erreichens der Kontrollschwelle von 30 %.

³⁸¹ Vgl. Schrell, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 745.

³⁸² Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 579.

³⁸³ Vgl. Noack/Holzborn, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 10 WpÜG Rn. 6.

³⁸⁴ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 264. Eine rechtsgeschäftliche Willenserklärung ist dies gleichwohl nicht. So Assmann, in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 10 Rn. 11.

³⁸⁵ Vgl. Geibel, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 10 Rn. 10; Hirte, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2010, § 10 Rn. 27.

³⁸⁶ Vgl. Beisel, in: Beisel/Klump, Der Unternehmenskauf, 2009, 14. Kap. Rn. 29; Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 57.

§ 10 Abs. 1 S. 2 WpÜG nimmt von der Veröffentlichungsverpflichtung auch keinen Abstand, falls für die Entscheidung noch der Beschluss der Gesellschafterversammlung des Bieters notwendig ist. Hier besteht maximal die Möglichkeit, einen Aufschub durch die BaFin nach § 10 Abs. 1 S. 3 WpÜG zu erwirken.³⁸⁷ Dafür muss im konkreten Fall ein Nachweis dahingehend geführt werden, dass Marktverzerrungen nicht zu befürchten sind, so dass gerade der Schutzzweck der Norm nicht beeinträchtigt wird.³⁸⁸ Anders verhält es sich wohl, wenn die Entscheidung des Bieters eine Zustimmung des Aufsichtsrats erfordert. In solchen Fällen ist die Meinungsbildung erst abgeschlossen, wenn die Zustimmung nach § 111 Abs. 4 S. 2 AktG erfolgt ist.³⁸⁹

Der Veröffentlichung vorgelagert ist nach § 10 Abs. 2 WpÜG die Mitteilung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots an die BaFin sowie an die Geschäftsführungen der relevanten Börsen. Nach der (eigentlichen) Veröffentlichung der Angebotsentscheidung folgt eine schriftliche Nachricht an den Vorstand der Zielgesellschaft (vgl. § 10 Abs. 5 WpÜG). Dadurch soll sichergestellt werden, dass die Zielgesellschaft in jedem Fall Kenntnis von der Entscheidung des Bieters erlangt, wodurch schließlich auch der Betriebsrat bzw. die Arbeitnehmer eingeweiht werden (vgl. § 10 Abs. 5 S. 2 WpÜG).³⁹⁰

Beachtenswert ist allerdings der Fakt, dass eine verzögerte Veröffentlichung nach § 60 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG zwar bußgeldbewehrt ist, jedoch zivilrechtlich keinerlei Ansprüche dahingehend begründet, dass nach der Veröffentlichung der Entscheidung über eine Angebotsabgabe auch zwingend tatsächlich ein Angebot abgegeben werden muss.³⁹¹ Da § 10 WpÜG lediglich Marktmanipulationen bzw. -verzerrungen verhindern soll, entsteht schlussendlich kein rechtliches Verhältnis i.S.d. § 311 Abs. 2 BGB und damit auch keine Schadensersatzpflicht nach § 280 Abs. 1 BGB infolge eines Widerrufs der Entscheidung.³⁹²

3. Angebotsphase

Unmittelbar nach der Veröffentlichung der Abgabe eines Angebots schließt sich die Angebotsphase, also der Kern des Angebotsverfahrens, an. Dieser zeitliche Abschnitt selbst besteht wiederum aus mehreren zu absolvierenden Stationen.

³⁸⁷ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 580.

³⁸⁸ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 580.

³⁸⁹ Vgl. Assmann, in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 10 Rn. 16; Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 264.

³⁹⁰ Vgl. Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 85.

³⁹¹ Vgl. Geibel, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 10 Rn. 148; Noack/Holzborn, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 10 WpÜG Rn. 46.

³⁹² Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 579; Hirte, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2010, § 10 Rn. 19 f.

Um den gesetzlichen Transparenzanforderungen nachzukommen, muss der Bieter zunächst die Angebotsunterlagen in einem sog. Prospekt aufbereiten, bevor er sie der BaFin übermittelt, damit diese sie prüfen kann (vgl. § 14 Abs. 1 WpÜG). Anschließend hat der Bieter unverzüglich die Veröffentlichung der Angebotsunterlage vorzunehmen, sofern die BaFin dies gestattet (vgl. § 14 Abs. 2 WpÜG). Dadurch wird die Angebotsfrist in Gang gesetzt, innerhalb derer die Aktionäre das Angebot des Bieters annehmen können. Erst nach Veröffentlichung des Angebots soll der Bieter zudem die Angebotsunterlage der Zielgesellschaft übermitteln (vgl. § 14 Abs. 4 WpÜG).

a) Erstellung der Angebotsunterlage

Die Angebotsunterlage gilt als zentrales Element für öffentliche Angebote nach dem WpÜG.³⁹³ Im Allgemeinen muss sie insb. die Aktionäre in die Lage versetzen, in Kenntnis aller Umstände und Inhalte über das Angebot entscheiden zu können.³⁹⁴ Mithin soll die Angebotsunterlage die Inhaber der Wertpapiere der Zielgesellschaft über den Bieter, die Gegenleistung und dessen Pläne mit der Zielgesellschaft informieren.³⁹⁵ Um dies zu gewährleisten, knüpft das Gesetz verschiedene Vorgaben an deren Erstellung.

Geregelt sind die verschiedenen Anforderungen an die Angebotsunterlage in § 11 WpÜG i.V.m. § 2 WpÜG-AngebotsVO. Gem. § 11 Abs. 1 S. 3, 4 WpÜG hat der Bieter das Dokument in deutscher Sprache anzufertigen und darüber hinaus dafür Sorge zu tragen, dass es durch eine einfache und verständliche Formulierung der Transparenz des Kapitalmarktes und nicht zuletzt dem Verständnis der Aktionäre des Zielunternehmens dient.

Inhaltlich wird die Angebotsunterlage gekennzeichnet durch Angaben über den Inhalt im engeren Sinne und den ergänzenden Angaben (vgl. § 11 Abs. 2 S. 1 WpÜG). Zu den Angaben über den Inhalt des Angebots gehören nach § 11 Abs. 2 S. 2 Nr. 1, 2 WpÜG zunächst einmal alle Informationen zum Bieter und zur Zielgesellschaft.³⁹⁶ Anzugeben sind gem. § 11 Abs. 2 S. 2 Nr. 3 weiterhin die Wertpapiere, die Gegenstand des Angebots sind.³⁹⁷ § 11 Abs. 2 S. 2 Nr. 4 WpÜG regelt darüber hinaus, dass auch Art und Höhe der für die Wertpapiere der Zielgesellschaft gebotenen Gegenleistung ins Angebot aufzunehmen ist. Als Gegenleistung kommen sowohl Geld als auch Wertpapiere als Tauschobjekt in Frage.³⁹⁸ Gem. § 31 WpÜG und § 3 WpÜG-AngebotsVO gelten für Übernahme- und Pflichtangebote bestimmte Anforderungen,

³⁹³ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 265.

³⁹⁴ Vgl. Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 91.

³⁹⁵ Vgl. Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 91.

³⁹⁶ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 265.

³⁹⁷ Vgl. Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 109.

³⁹⁸ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 584; Geibel/Süßmann, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 11 Rn. 14; Noack/Holzborn, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 11 WpÜG Rn. 11.

was die Gegenleistung betrifft.³⁹⁹ So wird insb. der durchschnittliche Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft als Maßstab zur Beurteilung der Angemessenheit der Gegenleistung (Mindestpreisregel) herangezogen.⁴⁰⁰ Sofern dazu noch Wertpapiere im Rahmen eines Tauschs als Gegenleistung vom Bieter angeboten werden, muss beachtet werden, dass gerade diese an einem organisierten Markt liquide und gut handelbar sind.⁴⁰¹ Darüber hinaus erscheint es folgerichtig, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft, an die sich das Angebot mit den anderen Wertpapieren als Gegenleistung richtet, ein Interesse daran haben, das Niveau und den Wert der angebotenen (Tausch-)Wertpapiere beurteilen zu können. Dem wird Rechnung getragen, indem § 2 Nr. 2 WpÜG-AngebotsVO bestimmt, dass in solchen Fällen alle Angaben eines Verkaufsprospekts gem. § 7 WpPG⁴⁰² hinsichtlich des als Gegenleistung angebotenen Papiers in die Unterlage aufzunehmen sind.⁴⁰³ Mithin muss diese sämtliche Informationen enthalten, die nötig sind, um den Aktionären ein zutreffendes Urteil über den Emittenten und die Wertpapiere zu ermöglichen.⁴⁰⁴

Ein weiteres wichtiges inhaltliches Feld der Verkaufsunterlage sieht § 11 Abs. 2 S. 2 Nr. 5 WpÜG vor, in dem die Angabe der Bedingungen, von denen die Wirksamkeit des Angebots abhängt, gefordert wird.⁴⁰⁵ Zulässig sind allerdings lediglich Bedingungen, deren Eintritt Bieter und mit diesem verbundene Personen nicht beherrschen (vgl. § 18 Abs. 1 WpÜG). Folglich kann der Bieter das Angebot nicht an subjektive Voraussetzungen wie die Sicherstellung der Finanzierung oder die Zustimmung des eigenen Aufsichtsrats knüpfen.⁴⁰⁶ Dies erscheint auch folgerichtig. Legt doch § 18 Abs. 2 WpÜG fest, dass ein Angebot des Bieters nicht unter dem Vorbehalt des Widerrufs stehen darf. Dem Bieter soll es also verwehrt sein, den Markt zu testen und sich anschließend wieder von dem Angebot zu lösen.⁴⁰⁷ Dies wäre indes der Fall, wenn der Bieter das Angebot entweder an subjektive Bedingungen knüpft oder aber Geschehnisse als unumstößliche Voraussetzung vorgibt, die de facto nicht erfüllbar sind.⁴⁰⁸ Eng mit diesem Verbot verbunden ist die erforderliche Bindungswirkung. Nach § 17 WpÜG ist es ebenso mit Blick auf die Rechtssicherheit und die Bedeutung

³⁹⁹ Vgl. Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 114.

⁴⁰⁰ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 584.

⁴⁰¹ Vgl. nur Noack/Holzborn, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 11 WpÜG Rn. 13.

⁴⁰² Wertpapierprospektgesetz vom 22.6.2005, BGBl. I 2005, S. 1698.

⁴⁰³ Vgl. ausf. Bouchon/Müller-Michaels, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil XI Rn. 84 ff.

⁴⁰⁴ Vgl. Bouchon/Müller-Michaels, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil XI Rn. 84 ff.

⁴⁰⁵ Noack/Holzborn, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 11 WpÜG Rn. 16 bezeichnen diesen in der Praxis äußerst bedeutenden Punkt folgerichtig als Merkposten für den Bieter.

⁴⁰⁶ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 266.

⁴⁰⁷ Vgl. Krause, in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmengesetz, 2005, § 18 Rn. 117.

⁴⁰⁸ Vgl. Krause, in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmengesetz, 2005, § 18 Rn. 117.

der mit einer öffentlichen Übernahme verbundenen Konsequenzen unzulässig, die Aktionäre zur Abgabe eines Angebots (*invitatio ad offerendum*) aufzufordern.⁴⁰⁹

Losgelöst von den aufgezeigten Verboten obliegt es gleichwohl der Möglichkeit des Bieters, objektive Bedingungen in sein Angebot einzubinden.⁴¹⁰ So kann er bspw. eine Mindestannahmeschwelle festlegen, unter der er Anteile an der Zielgesellschaft nicht übernehmen muss.⁴¹¹ Dies bietet sich vor allem an, um vorab sicherzustellen, dass ein Beherrschungsvertrag mit der Zielgesellschaft abgeschlossen werden kann.⁴¹² Üblich sind des Weiteren Bedingungen, die das Vorliegen behördlicher Genehmigungen, wie die kartellrechtliche Freigabe, betreffen.⁴¹³ Die Angaben zum Inhalt des Angebots enden mit § 11 Abs. 2 S. 2 Nr. 6 WpÜG, der den Bieter verpflichtet, den Beginn und das Ende der Annahmefrist kenntlich zu machen. Die Frist beginnt zwingend ab dem Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage zu laufen (vgl. § 16 Abs. 1 S. 2 WpÜG). Hinsichtlich des Endes besteht für den Bieter ein gewisser Handlungsspielraum.⁴¹⁴

Ergänzend zu den speziellen inhaltlichen Anforderungen muss der Bieter darüber hinaus noch weitere Vorgaben beachten. Zu diesen ergänzenden Angaben gehören insb. solche über die notwendigen Maßnahmen zur Sicherstellung der Finanzierung der Übernahme⁴¹⁵ nach § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 1, 4 i.V.m. § 13 Abs. 1 WpÜG und über die weiteren Absichten des Bieters hinsichtlich der künftigen Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft nach erfolgreicher Übernahme (vgl. § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG). Dabei genügt es nicht, dass allgemeine Absichten formuliert werden. Vielmehr sind für die Aktionäre bedeutsame Maßnahmen wie ein denkbarer Squeeze Out ausdrücklich in die Angebotsunterlage mit aufzunehmen.⁴¹⁶ Weitere Verpflichtungen hinsichtlich der Offenlegung von ergänzenden Punkten finden sich insoweit in § 2 Nr. 1–12 WpÜG-AngebotsVO.⁴¹⁷

b) Haftung für die Angebotsunterlage

Nun ist es durchaus möglich, dass die Angaben des Bieters im Rahmen der Angebotsunterlage nicht unbedingt der Realität entsprechen. Aus der Bedeutung des Dokuments zur Entscheidungsfindung für die Aktionäre der Zielgesellschaft kann

⁴⁰⁹ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 585.

⁴¹⁰ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 266.

⁴¹¹ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 266.

⁴¹² Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 266.

⁴¹³ Vgl. dazu Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 115.

⁴¹⁴ Vgl. Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 116.

⁴¹⁵ Gemeinhin wird dies als Finanzierungsbestätigung bezeichnet. Vgl. dazu Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 267; Manger-Nestler, in: Hockmann/Thießen (Hrsg.), Investment Banking, 2007, S. 219.

⁴¹⁶ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 265.

⁴¹⁷ Vgl. dazu ausf. Geibel/Süßmann, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 11 Rn. 45 ff.

hier mitunter ein schwerer Schaden entstehen. Es besteht dann ein großes Interesse daran, denjenigen juristisch zur Verantwortung ziehen zu können, der für die Angebotsunterlage einzustehen hat.

Der Umsetzung dieses Bedürfnisses dient § 12 WpÜG. Dieser regelt speziell die Haftung für die Angebotsunterlage. Dies ist auch insoweit notwendig, als bei einem Verstoß gegen Bestimmungen des WpÜG weder Nichtigkeit eintritt noch das Gesetz zu einer Korrektur des Angebots führt.⁴¹⁸ Infolge dessen bleibt eine mögliche Anspruchstellung des Wertpapierinhabers auf den Ersatz des Schadens beschränkt, der ihm gerade aus der fehlerhaften Angebotsunterlage entstanden ist.

Das Gesetz sieht sowohl die Möglichkeit der Inanspruchnahme des Bieters als auch derjenigen vor, von denen der Erlass der Angebotsunterlage ausgeht (vgl. § 12 Abs. 1 S. 1 Nr. 1, 2 WpÜG).⁴¹⁹ Insoweit können folglich alle Personen Anspruchsgegner sein, die an dem Erfolg des Angebots ein eigenes wirtschaftliches Interesse gehabt haben, die also de facto die Urheber der Unterlage sind.⁴²⁰ Gleichwohl bedeutet dies nicht, dass alle dem Bieter zuzurechnenden Personen nach § 12 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG erfolgreich von den Aktionären, die das Angebot angenommen haben, in Anspruch genommen werden können. Berater wie Rechtsanwälte, Steuerberater oder Wirtschaftsprüfer sollen insoweit freigestellt sein, da es ihnen regelmäßig an einem Eigeninteresse mangelt.⁴²¹

Der Anknüpfungspunkt für einen Haftungsanspruch nach § 12 WpÜG ist das Vorliegen einer Angebotsunterlage.⁴²² Diese muss zudem bereits nach § 14 Abs. 2 WpÜG von der BaFin gebilligt⁴²³ und anschließend infolge der Veröffentlichung bekannt gemacht worden sein.⁴²⁴ Es bedarf unrichtiger oder unvollständiger Angaben innerhalb der Angebotsunterlage. Die Unvollständigkeit stellt dabei einen Unterfall der Unrichtigkeit dar.⁴²⁵ Als unrichtig ist eine Angabe dann anzusehen, wenn im Hinblick auf den erforderlichen Inhalt der Angebotsunterlage und unter Berücksichtigung des maßgeblichen Kenntnisstandes eines durchschnittlich vorgebildeten Wertpapierinhabers der Zielgesellschaft (Verständnishorizont) sowie des Gesamteindrucks der Angebotsunterlage falsche Vorstellungen über den Bieter, die Folgen des

⁴¹⁸ Vgl. nur Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 586.

⁴¹⁹ Vgl. König/Wilken/Felke, Praxis des Übernahmerechts, 2008, Rn. 254 mit dem Hinweis, dass sich damit der Kreis der gesamtschuldnerisch Haftenden mit dem Kreis der Haftenden im Rahmen der Prospekthaftung nach §§ 45, 46 BörsG deckt.

⁴²⁰ Vgl. Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 12 Rn. 19.

⁴²¹ Vgl. Assmann, in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 12 Rn. 38; Möllers, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2010, § 12 Rn. 92; Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 12 Rn. 20.

⁴²² Vgl. nur Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 334.

⁴²³ Der Zeitabschnitt der Prüfung der Unterlage durch die BaFin wird sogleich behandelt.

⁴²⁴ Vgl. Assmann, AG 2002, 153 (153); Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 590.

⁴²⁵ Vgl. Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 12 Rn. 8.

Angebots für die Vermögenslage des Bieters, den Wert der Wertpapiere der Zielgesellschaft, auf die sich das Angebot bezieht, oder über die künftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft geweckt werden.⁴²⁶ Dabei kommen sowohl Tatsachen als auch Werturteile und Prognosen in Betracht.⁴²⁷ Allerdings würde der Haftungsanspruch auf dieser Grundlage derart weit gefasst sein, dass sich ein Bieter unter Umständen von der Vorstellung einer öffentlichen Übernahme entfernt, um dem Haftungskomplex aus dem Wege zu gehen. Eine Einengung in diesem Feld bringt insoweit das Tatbestandsmerkmal der Wesentlichkeit der unrichtigen Angabe mit sich.⁴²⁸ Hier- nach fallen nur solche Umstände in den Anwendungsbereich von § 12 WpÜG, die (objektiv) für die Beurteilung des Angebots erforderlich sind.⁴²⁹ Dies ist regelmäßig nicht formell danach zu bestimmen, ob die Angaben gesetzlich verlangt werden.⁴³⁰ Vielmehr soll es nach Anwendung eines materiellen Wesentlichkeitsbegriffs darum gehen, ob sich durch die Angabe der Gesamteindruck der Angebotsunterlage für einen durchschnittlichen, mit der gebräuchlichen Schlüsselsprache nicht vertrauten Adressaten verändert oder eben nicht.⁴³¹ Gewöhnlich lassen sich in diesem Zusammenhang einige Fälle ausmachen, bei denen das Merkmal der Wesentlichkeit gegeben ist.⁴³²

Sofern die aufgezeigten Voraussetzungen vorliegen, tritt die Rechtsfolge, mithin der Ersatz des dem Anspruchsberechtigten aus der Annahme des Angebots entstandenen Schadens (Kausalität), ein.⁴³³ Hinsichtlich des Umfangs kann der Geschädigte verlangen, so gestellt zu werden, als hätte er die wahre Sachlage gekannt.⁴³⁴ Folglich wird auf den Ersatz des negativen Interesses und eben nicht auf die Herstellung des Zustandes, der sich ergeben würde, wenn die unrichtigen Angaben in der Unterlage der Wirklichkeit entsprochen hätten, abgestellt.⁴³⁵ Dem Anspruchsinhaber bleiben darüber hinaus andere Haftungsnormen wie die §§ 823 ff. BGB oder Ansprüche aus

⁴²⁶ Vgl. Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 12 Rn. 4.

⁴²⁷ Vgl. Assmann, in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 12 Rn. 24; Noack/Holzborn, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 12 WpÜG Rn. 8.

⁴²⁸ Vgl. Möllers, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2010, § 12 Rn. 77.

⁴²⁹ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 590 m.w.N.

⁴³⁰ Vgl. Noack/Holzborn, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 12 WpÜG Rn. 11.

⁴³¹ Vgl. ausf. Wackerbarth, in: Goette/Habersack (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 2011, § 12 WpÜG Rn. 6 ff.

⁴³² Vgl. dazu die Auflistung bei Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 12 Rn. 9.

⁴³³ Vgl. Thaeter, in: Thaeter/Brandt (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 354.

⁴³⁴ Vgl. Thaeter, in: Thaeter/Brandt (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 354.

⁴³⁵ Vgl. Noack/Holzborn, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 12 WpÜG Rn. 15. Damit stellt sich die Frage, ob bei Barangeboten überhaupt ein Schaden angenommen werden kann. Dies könnte bei Nichterfüllung hinsichtlich der Gegenleistung der Fall sein, jedoch hat der Wertpapierinhaber dann einen Anspruch nach § 13 Abs. 2 WpÜG gegen die Bank. Dazu umfassend Thaeter, in: Thaeter/Brandt (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 354 ff.

Vertrag erhalten (vgl. § 12 Abs. 6 WpÜG).⁴³⁶ Schlechthin wird dem früheren Wertpapierinhaber aber nicht jeder Schutz gewährt. So gilt auch im Rahmen des § 12 WpÜG der Grundsatz des Anspruchsausschlusses bei Kenntnis der Sachlage (vgl. § 12 Abs. 3 Nr. 2 WpÜG). Hierbei ist auf den Zeitpunkt der Abgabe der Annahmeerklärung des Wertpapierinhabers abzustellen. Darüber hinaus kennt das Gesetz noch weitere Ausschlussgründe, die an fehlende Kenntnis des Bieters von der Fehlerhaftigkeit (bzw. keine grobe Fahrlässigkeit) nach § 12 Abs. 2 WpÜG, an mangelnde Kausalität (vgl. § 12 Abs. 3 Nr. 1 WpÜG) und an die rechtzeitige Berichtigung des Fehlers (vgl. § 12 Abs. 3 Nr. 3 WpÜG) anknüpfen.

c) Prüfung der Unterlage

Alleine die Erstellung der Angebotsunterlage genügt noch nicht den Anforderungen an Transparenz und Sicherheit im Rahmen einer öffentlichen Übernahme nach WpÜG. Vielmehr muss sichergestellt sein, dass die Unterlage insoweit auch als „vertrauenswürdige“ Grundlage des Verfahrens genutzt werden kann. Dafür ist es unumgänglich, dass vor deren Veröffentlichung eine hinreichende Prüfung von einer unabhängigen, dritten Stelle erfolgt. In diese Lücke stößt § 14 Abs. 1 WpÜG, in dem normiert wird, dass der Bieter die Angebotsunterlage innerhalb einer Frist von vier Wochen der BaFin zur Überprüfung übermittelt. Erst dann wird entschieden, ob eine Veröffentlichung erfolgt und damit die Eröffnung des tatsächlichen Übernahmeverfahrens betrieben wird.

Die BaFin wird gerade in diesem Zusammenhang ihrem Ruf als „Evidenzzentrale“ gerecht.⁴³⁷ Sie prüft die eingereichte Angebotsunterlage insb. hinsichtlich der formellen Anforderungen nach § 11 WpÜG auf Vollständigkeit.⁴³⁸ Darüber hinaus erfolgt auch eine beschränkte inhaltliche Prüfung, deren Umfang von § 15 WpÜG bestimmt wird.⁴³⁹ So kann bspw. moniert werden, dass fehlerhafte oder widersprüchliche Informationen Berücksichtigung in dem Dokument gefunden haben.⁴⁴⁰ Dagegen äußert sich die BaFin keinesfalls zur Frage der Günstigkeit des Angebots.⁴⁴¹ Auch wird eine Vorprüfung von Entwürfen von der BaFin regelmäßig abgelehnt.⁴⁴² Schließlich

⁴³⁶ Zur Frage der Anwendbarkeit der zivilrechtlichen Prospekthaftung im Zusammenhang mit § 12 WpÜG s. Assmann, AG 2002, 153 (154).

⁴³⁷ Vgl. zur Begrifflichkeit Noack/Holzborn, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 14 WpÜG Rn. 1.

⁴³⁸ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 267; Noack/Holzborn, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 14 WpÜG Rn. 9; Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 229.

⁴³⁹ Vgl. König/Wilken/Felke, Praxis des Übernahmerechts, 2008, Rn. 205.

⁴⁴⁰ Vgl. Noack/Holzborn, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 14 WpÜG Rn. 9.

⁴⁴¹ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 268.

⁴⁴² Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 268.

soll insgesamt v. a. ausgeschlossen werden, dass offensichtliche Rechtsverstöße gegeben sind bzw. die Angebotsunterlage nicht vollständig angefertigt wurde.⁴⁴³ Es ist dabei nicht Aufgabe der BaFin, den jeweiligen Parteien Hilfestellungen zu geben.⁴⁴⁴

Für die Überprüfung ist der BaFin ein Zeitraum von zehn Tagen eingeräumt (vgl. § 14 Abs. 2 WpÜG). Ihre Zustimmung wird dabei fingiert, wenn die Frist verstreicht, ohne dass es zu einer Äußerung gekommen wäre.⁴⁴⁵ In Fällen der Zustimmung hat der Bieter die Pflicht, die Angebotsunterlage unverzüglich zu veröffentlichen.⁴⁴⁶ Eine Untersagung der Veröffentlichung kommt nur in Betracht, wenn erforderliche Angaben fehlen oder anderweitig gegen gesetzliche Vorschriften verstoßen wurde.⁴⁴⁷

d) Veröffentlichung der Unterlage

Im Fall der Zustimmung der BaFin ist der Bieter gehalten, die Angebotsunterlage unverzüglich, also ohne schuldhaftes Zögern i.S.d. § 121 Abs. 1 S. 1 BGB, zu veröffentlichen (vgl. § 14 Abs. 2 S. 1 WpÜG). Hier zeigt sich ein weiteres Mal, dass der Bieter an seine Entscheidung, ein Angebot abzugeben, gebunden ist und von ihr nicht mehr abrücken kann.⁴⁴⁸ Die speziellen Anforderungen an das Tatbestandsmerkmal der Unverzüglichkeit lassen sich nicht allgemein zusammenfassen. Vielmehr sind sie abhängig von der Art und Weise der Veröffentlichung.⁴⁴⁹

Das Gesetz sieht in jedem Fall (auch) die Veröffentlichung im Internet vor (vgl. § 14 Abs. 3 S. 1 Nr. 1 WpÜG). Ziel dieser Vorgabe soll es sein, eine schnelle, unmittelbare und unkomplizierte Zugriffsmöglichkeit auf die Angebotsunterlage für jeden Interessierten zu eröffnen.⁴⁵⁰ Darüber hinaus wird eine hohe Breitenwirkung bezweckt.⁴⁵¹ Ausreichend ist bei dieser Form der Veröffentlichung aber nicht, dass

⁴⁴³ Vgl. König/Wilken/Felke, Praxis des Übernahmerechts, 2008, Rn. 205.

⁴⁴⁴ Vgl. Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 229.

⁴⁴⁵ Vgl. Noack/Holzborn, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 14 WpÜG Rn. 11.

⁴⁴⁶ S. dazu im Detail unten.

⁴⁴⁷ Vgl. Schrell, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 749.

⁴⁴⁸ Vgl. Geibel, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 14 Rn. 41.

⁴⁴⁹ Vgl. Geibel, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 14 Rn. 41. Insbesondere dürfte die Veröffentlichung nach § 14 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 Alt. 2 WpÜG wegen der damit verbundenen Vielfältigkeit mehr Zeit in Anspruch nehmen, als die Veröffentlichung im elektronischen Bundesanzeiger.

⁴⁵⁰ Vgl. Geibel, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 14 Rn. 46; Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 237. Allerdings besteht bei Bedarf auch die Möglichkeit, den Zugriff auf das Dokument zu beschränken, wenn bspw. Wertpapierinhaber in anderen Staaten vom Angebot ausgenommen sind. Vertiefend Assmann, in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 14 Rn. 36 m.w.N.

⁴⁵¹ Ähnlich auch die Begründung des Entwurfs zum WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 45.

das Dokument irgendwo im Internet auffindbar ist.⁴⁵² Vielmehr besteht bereits nach § 10 Abs. 3 S. 2 WpÜG die Verpflichtung, im Rahmen der Veröffentlichung der Entscheidung ein Angebot abzugeben, die genaue Internetadresse zu vermerken, unter der die Angebotsunterlage eingesehen werden kann.⁴⁵³ Anbieten wird sich regelmäßig die Veröffentlichung auf der Seite des Bieters, wenngleich dies nicht vorgeschrieben ist.⁴⁵⁴ Aus dem Sinn und Zweck der Vorschrift ergibt sich ebenso, dass die Lesbarkeit der entsprechenden Daten nicht erschwert werden darf.⁴⁵⁵ Mithin hat die Darstellung in einem Format zu erfolgen, das bei Internetnutzern allgemein verbreitet ist.⁴⁵⁶ Ob darüber hinaus die Möglichkeit gegeben sein muss, das Dokument auch ausdrucken bzw. gar im Rahmen eines Downloads dauerhaft sichern zu können, ist diskussionswürdig. Das Gesetz bietet an dieser Stelle keinen ausdrücklichen Aufschluss. Denkbar erscheint vor dem Hintergrund, dass die Angebotsunterlage neben der Veröffentlichung im Internet auch noch wahlweise entweder im elektronischen Bundesanzeiger (vgl. § 14 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 Alt. 1 WpÜG) oder durch die sog. Schalterpublizität nach § 14 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 Alt. 2 WpÜG zugänglich gemacht wird, keinen Ausdruck des Dokuments bei der Internetveröffentlichung zu fordern.⁴⁵⁷ Allerdings ist nicht erkennbar, warum der Nutzer sich mit der Lektüre der Angebotsunterlage am Bildschirm zufrieden geben soll. Die Veröffentlichung im Internet soll den Wertpapierinhaber gerade in die Lage versetzen, die Unterlage an dieser Stelle ausführlich und genau zu untersuchen. Dies ist nur umsetzbar, wenn auch ein Ausdruck des Dokuments und damit eine bessere Arbeit mit diesem möglich ist. Folglich ist zu fordern, dass die Darstellung der Angebotsunterlage im Internet deren Ausdruck erlaubt.⁴⁵⁸ Warum der Bieter darüber hinaus noch verpflichtet sein soll, einen Download bereitzustellen, vermag nicht überzeugend dargelegt zu werden. Zwar wäre dies wünschenswert, jedoch scheint nach dem Willen des Gesetzes die Möglichkeit des Ausdrucks ausreichend, zumal das Herunterladen der Datei den Wertpapierinhaber nicht unbedingt in eine bessere Lage versetzt. Folglich ist neben dem Ausdruck nicht die Möglichkeit eines Downloads zu verlangen.⁴⁵⁹ Vielmehr

⁴⁵² Vgl. Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 235.

⁴⁵³ Vgl. Noack/Holzborn, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 14 WpÜG Rn. 16.

⁴⁵⁴ Vgl. Thaeter, in: Thaeter/Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, 2003, Teil 2 Rn. 236.

⁴⁵⁵ Vgl. Geibel, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 14 Rn. 49.

⁴⁵⁶ Vgl. Geibel, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 14 Rn. 49; Noack/Holzborn, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 14 WpÜG Rn. 16.

⁴⁵⁷ So jedenfalls Assmann, in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 14 Rn. 36. Unklar soweit, da die Frage der Notwendigkeit eines Ausdrucks nicht explizit beantwortend Oechsler, in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, 2003, § 14 Rn. 11.

⁴⁵⁸ So auch Geibel, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 14 Rn. 49 m.w.N.

⁴⁵⁹ Vgl. Geibel, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 14 Rn. 49. A.A. hingegen Seydel, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2010, § 14 Rn. 64.

ist es ausreichend, dass der Bieter unter einer bekannten Adresse das Dokument online hinterlegt und den Interessenten die Möglichkeit eines Ausdrucks einräumt. Daraus folgt allerdings die Frage, über welchen Zeitraum der Bieter verpflichtet ist, die Angebotsunterlage verfügbar zu halten. Eine diesbezügliche Regelung enthält das Gesetz nicht. Nahe liegend ist die Annahme, den Bieter solange für verpflichtet zu halten, wie eine Annahme des Wertpapierinhabers innerhalb der Frist⁴⁶⁰ möglich ist.⁴⁶¹ Ob darüber hinaus der Zeitraum ausgeweitet werden sollte, wenn Bedingungen erst nach Ablauf der Annahmefrist eintreten oder etwaige Rücktrittsrechte bestehen, darf bezweifelt werden.⁴⁶² Dies dem Bieter aufzuerlegen überzeugt nicht, da die Unterlage die Grundlage für die öffentliche Übernahme ist und diese nach der Annahme des Angebots durch den Wertpapierinhaber nicht mehr in dessen Macht liegt. Auch kann man von einem verständigen Teilnehmer des Kapitalmarktes verlangen, dass er sich die Angebotsunterlage auch physisch beschafft (bspw. durch Ausdrucken der Datei) und somit diese jederzeit einsehen kann.

Sofern der Bieter die Angebotsunterlage den gesetzlichen Vorgaben folgend veröffentlicht hat, ist er angehalten, dies der BaFin wiederum unverzüglich mitzuteilen, § 14 Abs. 3 S. 2 WpÜG. Dadurch soll der BaFin die Gelegenheit eingeräumt werden, die Einhaltung der Veröffentlichungspflichten wirksam kontrollieren zu können.⁴⁶³ Sodann hat gem. § 14 Abs. 4 WpÜG die Übermittlung der veröffentlichten Angebotsunterlage an den Vorstand der Zielgesellschaft und an den Betriebsrat bzw. die Arbeitnehmer des Bieters zu erfolgen.

Die Mitteilung gegenüber dem Vorstand hat den Zweck, diesen in die Lage zu versetzen, eine Stellungnahme zu dem Angebot abzugeben (vgl. § 27 WpÜG).⁴⁶⁴ Auch soll der Vorstand seinerseits die Unterlage an den zuständigen Betriebsrat bzw. unmittelbar den Arbeitnehmern übermitteln.⁴⁶⁵ Bestimmte formelle Vorschriften sind insoweit nicht einzuhalten.⁴⁶⁶ Ob allerdings eine bloße Nachricht mit dem Hinweis auf eine Internetadresse, unter der man das Angebot einsehen kann, ausreicht, wird angezweifelt.⁴⁶⁷ Dem wird entgegengehalten, dass es nach dem Sinn und Zweck der Vorschrift für eine Übermittlung ausreiche, dass der Vorstand die Möglichkeit besitzt,

⁴⁶⁰ Dazu sogleich.

⁴⁶¹ Vgl. Geibel, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 14 Rn. 50.

⁴⁶² So aber Seydel, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2010, § 14 Rn. 66.

⁴⁶³ Vgl. BT-Drs. 14/7034, S. 45.

⁴⁶⁴ Vgl. nur Schrell, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 751.

⁴⁶⁵ Vgl. Geibel, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 14 Rn. 60.

⁴⁶⁶ Vgl. nur Noack/Holzborn, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 14 WpÜG Rn. 27.

⁴⁶⁷ So jedenfalls Assmann, in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 14 Rn. 48; Noack/Holzborn, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 14 WpÜG Rn. 27.

sich problemlos und ohne weitere Hindernisse die Angebotsunterlage zu beschaffen.⁴⁶⁸ Offen bleibt dann aber die Beantwortung der Frage, warum der Gesetzgeber einerseits im Rahmen des § 14 WpÜG von Veröffentlichung und andererseits von Übermittlung spricht. Darüber hinaus wählt er als Bezeichnung der Vorschrift auch eine Reihenfolge der beiden Verpflichtungen des Bieters, die darauf hindeutet, wie bedeutsam gerade die Mitteilung der Angebotsunterlage an den Vorstand der Zielgesellschaft ist. In der Gesamtschau wäre es mithin unverständlich, warum dann eine „Übermittlung“ der Angebotsunterlage in Form einer bloßen Adressenmitteilung ausreichen sollte.⁴⁶⁹ Vielmehr ist genau zwischen Veröffentlichung und Übermittlung zu differenzieren. Somit ist die tatsächliche Übermittlung des Dokuments im Rahmen des § 14 Abs. 4 WpÜG zu fordern.⁴⁷⁰

Dies gilt auch hinsichtlich der Übermittlung an den Betriebsrat des Bieters. Die eigenen Arbeitnehmer sollen ebenso die möglichen Folgen der Übernahme frühzeitig einschätzen und dementsprechend handeln können (vgl. auch § 10 Abs. 5 S. 2 WpÜG).⁴⁷¹

Der Bedeutung der ordnungsgemäßen Veröffentlichung bzw. Übermittlung der Angebotsunterlage ist es geschuldet, dass diesbezügliche Verstöße strikt geahndet werden. So wird bspw. das Angebot durch die BaFin gem. § 15 Abs. 1 Nr. 3 WpÜG bereits untersagt, wenn der Bieter der BaFin die Unterlage nicht rechtzeitig übermittelt hat. Des Weiteren reichen die Sanktionen von zivilrechtlichen Haftungsansprüchen über Geldbußen i.S.d. § 1 Abs. 1 OWiG bis hin zu strafrechtlichen Konsequenzen.⁴⁷²

e) Angebotsannahme

Mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage beginnt der Zeitraum, in dem der Wertpapierinhaber das Angebot des Bieters annehmen kann. Sofern er dies tut, kommt dadurch jeweils ein Kaufvertrag zustande.⁴⁷³ In jedem Fall besteht die Phase zumindest aus einer vierwöchigen Annahmefrist, vgl. § 16 Abs. 1 S. 1 WpÜG. Darüber hinaus gilt nach § 16 Abs. 2 WpÜG bei Übernahmeangeboten eine

⁴⁶⁸ Vgl. zur genauen Argumentation Geibel, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 14 Rn. 63; Seydel, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2010, § 14 Rn. 70; Wackerbarth, in: Goette/Habersack (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 2011, § 14 WpÜG Rn. 33.

⁴⁶⁹ Assmann, in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 14 Rn. 48 verwendet die treffende Formulierung, es handle sich bei der Norm um eine Bringschuld des Bieters und nicht um eine Holschuld des Vorstandes der Zielgesellschaft.

⁴⁷⁰ Gleichwohl reichen die elektronische Form oder auch die einfache Übermittlung in Textform aus.

⁴⁷¹ Vgl. Geibel/Grobys, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 14 Rn. 64.

⁴⁷² Vgl. dazu ausf. Seydel, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2010, § 14 Rn. 73 ff.

⁴⁷³ Vgl. etwa Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 605.

zweiwöchige weitere Annahmefrist.⁴⁷⁴ Unter Umständen kommt dazu noch eine etwaige Fristverlängerung in Betracht.⁴⁷⁵

Auch in diesem Zeitraum treffen den Bieter einige Pflichten. So ist er angehalten, in regelmäßigen Abständen, wöchentlich bzw. in der letzten Woche vor Ablauf der Annahmefrist täglich (vgl. § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpÜG), die Höhe der Aktien bzw. Stimmrechte, die ihm nach den vorliegenden Annahmeerklärungen zustehen, zu veröffentlichen.⁴⁷⁶ Hinsichtlich der Art und Weise der Veröffentlichung bestehen keine Unterschiede zur Verkündung der Angebotsunterlage.⁴⁷⁷ Die Adressaten des Angebots sollen durch diese sog. „Wasserstandsmeldungen“, also durch die Mitteilung über die Entwicklung der Beteiligungsverhältnisse und die Akzeptanz des Angebots, aktuell über Zwischenstände informiert sein, um sich ein besseres Bild machen zu können, ob für sie die Annahme des Angebots sinnvoll erscheint oder nicht.⁴⁷⁸ Diese Pflicht trifft den Bieter ebenfalls unmittelbar nach Ablauf der Annahmefrist bzw. der weiteren Annahmefrist. Zudem hat in diesen Fällen eine Mitteilung an die BaFin zu erfolgen.⁴⁷⁹

§ 16 Abs. 1 S. 1 WpÜG überlässt die genaue Bestimmung der Annahmefrist dem Bieter. Gleichwohl ist dieser durch die gesetzlichen Grenzen beschränkt. So darf die Frist von vier Wochen nicht unterlaufen (Mindestfrist), eine Frist von zehn Wochen aber auch nicht überschritten werden (Höchstfrist).⁴⁸⁰ Den Zeitraum der Frist hat der Bieter in seiner Angebotsunterlage bekannt zu geben.⁴⁸¹ Je nach Strategie bzw. Erwartung der Reaktion der Aktionäre fällt die Frist länger oder kürzer aus.⁴⁸² Des Weiteren besteht die Möglichkeit einer Verlängerung der Frist. Diese kann sich insb. aus dem Gesetz selbst ergeben.

§ 21 Abs. 5 WpÜG bestimmt, dass sich die Annahmefrist um zwei Wochen verlängert, wenn der Bieter das Angebot innerhalb der letzten zwei Wochen einseitig geändert hat. Dies steht ihm unter Beachtung des Grundsatzes, dass einzig Verbesserungen des Angebots für die Aktionäre zulässig sind, frei.⁴⁸³ Demnach sind erlaubt: die Erhöhung der Gegenleistung (vgl. § 21 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpÜG), das Anbieten einer anderen Gegenleistung (vgl. § 21 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG), das Herabsetzen

⁴⁷⁴ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 268.

⁴⁷⁵ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 268.

⁴⁷⁶ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 268; König/Wilken/Felke, Praxis des Übernahmerechts, 2008, Rn. 211.

⁴⁷⁷ Vgl. Bouchon/Müller-Michaels, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil XI Rn. 100.

⁴⁷⁸ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 605.

⁴⁷⁹ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 269.

⁴⁸⁰ Vgl. Geibel, in: Geibel/Sußmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 16 Rn. 7.

⁴⁸¹ Vgl. Seiler, in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 16 Rn. 12.

⁴⁸² Vgl. zum Hintergrund Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 269.

⁴⁸³ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 269.

der Akzeptanzschwelle (vgl. § 21 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpÜG) und der Verzicht auf Bedingungen (vgl. § 21 Abs. 1 S. 1 Nr. 4 WpÜG).⁴⁸⁴ Ob darüber hinaus auch sonstige bzw. weitere Änderungen möglich sind, hängt von der Beantwortung der Frage ab, inwieweit man den Katalog des § 21 Abs. 1 WpÜG als abschließend betrachtet.⁴⁸⁵ Losgelöst davon ist eine erneute Änderung des Angebots innerhalb der Verlängerungsfrist gem. § 21 Abs. 6 WpÜG unzulässig. Somit kann der Bieter nicht durch wiederholte Angebotsänderungen im Zwei-Wochen-Rhythmus die Frist herauszögern.⁴⁸⁶ Es drängt sich hierbei generell die Frage auf, ob die grundsätzlich zulässige Taktik, zunächst ein niedriges Angebot zu unterbreiten, um es anschließend zu ändern, empfehlenswert ist.⁴⁸⁷ Große Beachtung verdient dabei § 21 Abs. 4 WpÜG, der allen Aktionären, die das für sie ungünstigere Angebot angenommen haben, ein Rücktrittsrecht einräumt.

Weiterhin kommt als gesetzliche Fristverlängerung § 22 Abs. 2 WpÜG in Betracht. Nach dieser Norm verlängert sich die Annahmefrist, falls ein konkurrierendes Angebot i.S.d. § 21 Abs. 1 WpÜG abgegeben wird, bis zu dem Zeitpunkt, ab dem dieses abgelaufen ist. Gleichwohl gilt diese Regel nicht, sofern das konkurrierende Angebot eine kürzere Frist beinhaltet, als das ursprüngliche.⁴⁸⁸ Konkurrierendes Angebot in diesem Zusammenhang meint ein Angebot eines Dritten, das während der Annahmefrist des grundsätzlichen Angebots abgegeben wird.⁴⁸⁹ Im Gegensatz zu der gesetzlichen Fristverlängerung im Fall des § 21 WpÜG bedarf es im Rahmen eines konkurrierenden Angebots allerdings keiner Verbesserung des zunächst abgegebenen Angebots.⁴⁹⁰ Dies erscheint auch sinnvoll, zumal eine Konkurrenzsituation ohnehin bereits dadurch eintritt, dass eine andere Person den Wertpapierinhabern ebenfalls ein Angebot unterbreitet. Inwieweit dieses die Aktionäre eher anspricht, vermögen allein sie selbst zu entscheiden.⁴⁹¹

Darüber hinaus besteht in der Praxis der Wunsch, dass die Zeiten einer ggf. notwendigerweise einzuberufenden Hauptversammlung der Zielgesellschaft gebührend Berücksichtigung finden sollten. Dem trägt § 16 Abs. 3 WpÜG dadurch hinreichend Rechnung, dass hiernach in solchen Fällen die Annahmefrist zwingend auf

⁴⁸⁴ Ausf. zu den einzelnen Änderungsmöglichkeiten Noack/Holzborn, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 21 WpÜG Rn. 6 ff.

⁴⁸⁵ Diese Frage ausf. behandelnd Hasselbach, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2010, § 21 Rn. 20 ff. m.w.N.

⁴⁸⁶ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 270.

⁴⁸⁷ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 270.

⁴⁸⁸ Diesen Fall wohl ansprechend Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 269.

⁴⁸⁹ Vgl. nur Oechsler, in: Ehricke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, 2003, § 22 Rn. 2.

⁴⁹⁰ Vgl. Hasselbach, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2010, § 22 Rn. 16; Krause, in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 22 Rn. 15; Thun, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 22 Rn. 4.

⁴⁹¹ Insoweit zutreffend Thun, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 22 Rn. 4, der auf die jeweiligen individuellen Überlegungen der Wertpapierinhaber abstellt.

die gesetzliche Maximaldauer von zehn Wochen festzulegen ist. Dem Vorstand der Zielgesellschaft soll es so ermöglicht werden, kurzfristig einen Beschluss der Hauptversammlung herbeizuführen, um den Erfolg des Angebots zu verhindern. Der Zeitraum soll dabei sicherstellen, dass die Beschlüsse vom Vorstand noch umgesetzt werden können.⁴⁹² Dies zu gewährleisten mutet mit Blick auf die strengen aktienrechtlichen Vorgaben der §§ 121 ff. AktG zur Einberufung einer Hauptversammlung und dem Zeithorizont von zehn Wochen doch sehr optimistisch an. Diesbezüglich dient § 16 Abs. 4 WpÜG dabei als Erleichterung, zumal danach die zwingenden aktienrechtlichen Einberufungs-, Anmelde- und Mitteilungsvorschriften auf ein Mindestmaß beschränkt werden.⁴⁹³

Losgelöst von den gesetzlich vorgesehenen Fällen der Fristverlängerung gilt für jedes öffentliche Übernahmeangebot schlechthin die Vorgabe, dass die Aktionäre gem. § 16 Abs. 2 WpÜG weiterhin die Gelegenheit haben, das Angebot noch anzunehmen, obwohl dessen Annahmefrist bereits abgelaufen ist (weitere Annahmefrist). Dies gilt für einen Zeitraum von zwei Wochen, der unmittelbar nach der Veröffentlichung des Ergebnisses des Übernahmeangebots i.S.d. § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG beginnt. Sinn und Zweck der Norm ist die Einräumung einer weiteren Überlegungsfrist insb. für Minderheitsaktionäre, denen eine gewisse Koordination des Verhaltens bei der Entscheidung über das Übernahmeangebot nur schwerlich möglich ist.⁴⁹⁴ In diesem Zusammenhang wird auch regelmäßig von der sog. „Zaunkönigsregelung“ gesprochen.⁴⁹⁵ Demnach sollen Aktionäre in die Lage versetzt werden, abzuwarten bis der Wechsel der Kontrolle innerhalb der Zielgesellschaft sicher ist und anschließend doch noch, vielleicht entgegen der ursprünglichen Absicht, verkaufen zu können, damit sie nicht gegen ihren Willen in einer dann fremdbestimmten Gesellschaft bleiben müssen.⁴⁹⁶ Zurückzuführen ist dieser Gedanke auf den Zustand des sog. Gefangenendilemmas, in dem sich gerade Kleinaktionäre bei der Übernahme befinden, da sie ohne Abstimmung mit anderen Aktionären befürchten, eine von den Übrigen abweichende Entscheidung zu treffen, die für sie selbst letztlich negativ ausgeht.⁴⁹⁷ Die Hilfestellung nach § 16 Abs. 2 S. 1 WpÜG ist allerdings ausgeschlossen, sofern das Übernahmeangebot bereits fehlgeschlagen ist, also v. a. wenn eine aufgenommene Mindestakzeptanzquote nicht erreicht wurde (vgl. § 16 Abs. 2 S. 2 WpÜG). Insofern empfiehlt sich unter Umständen die Aufnahme einer solchen Regelung in die Angebotsunterlage.⁴⁹⁸

⁴⁹² Vgl. BT-Drs. 14/7034, S. 46.

⁴⁹³ Vgl. Geibel, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 16 Rn. 76 m.w.N.

⁴⁹⁴ Vgl. BT-Drs. 14/7034, S. 46.

⁴⁹⁵ Vgl. zur Begrifflichkeit Noack/Zetzsche, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 16 WpÜG Rn. 14.

⁴⁹⁶ Vgl. Noack/Zetzsche, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 16 WpÜG Rn. 14.

⁴⁹⁷ In die Theorie einführend Geibel, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 16 Rn. 29.

⁴⁹⁸ Vgl. Busch, AG 2002, 145 (147).

Ebenso von den gesetzlich bedachten Fällen der Fristverlängerung zu trennen ist die Idee einer einseitigen, nachträglichen Verlängerung der Annahmefrist durch den Bieter selbst.⁴⁹⁹ Eine Regelung für dieses Bedürfnis sieht das Gesetz nicht vor.⁵⁰⁰ Dementsprechend scheint es rechtlich zulässig, zumal auch nach dem bürgerlichen Recht eine einseitige Verlängerung der Annahmefrist für einen Antrag ausdrücklich nicht ausgeschlossen wird (§ 148 BGB).⁵⁰¹ Es wird aber vorgebracht, dass dies insb. nicht im Interesse der vom Gesetz zu schützenden Aktionäre liege.⁵⁰² Darüber hinaus würde damit in jedem Fall das ursprüngliche Angebot i.S.d. § 21 WpÜG geändert werden, was nach den dort abschließend aufgezählten Tatbeständen eine unzulässige Gestaltung hinsichtlich der Annahmefrist bedeute.⁵⁰³ Dem ist entgegenzuhalten, dass das Angebot durch eine (bloße) Fristverlängerung nicht geändert wird, zumal die Maßgaben hierfür auch von § 21 Abs. 1 WpÜG festgelegt werden.⁵⁰⁴ Des Weiteren sind keine gesetzlichen Vorgaben ersichtlich, die gegen die Zulässigkeit einer einseitigen Fristverlängerung durch den Bieter angeführt werden könnten.⁵⁰⁵ Vielmehr erscheint eine solche Verlängerung für den Adressaten günstiger statt belastend.⁵⁰⁶ Gleichwohl wird dem Bieter vielfach angeraten, bereits in das Angebot einen Verlängerungsvorbehalt einzuarbeiten, um so das Vertrauen der Aktionäre in den Bestand der festgelegten Frist zu erschüttern.⁵⁰⁷ Die Fristverlängerung ist insgesamt rechtzeitig bekannt zu geben. Die Anforderung an die Form richtet sich dabei schon auf Grundlage des § 148 BGB nach den Formerfordernissen des Angebots.⁵⁰⁸ Folglich bedarf auch die Fristverlängerung durch den Bieter nach Überprüfung des Antrags durch die BaFin einer Veröffentlichung nach § 14 Abs. 3 WpÜG.⁵⁰⁹

Entschließt sich der Wertpapierinhaber das Angebot anzunehmen, teilt er dies regelmäßig dem Finanzinstitut mit, das sein Depot führt.⁵¹⁰ Dieses wiederum erklärt

⁴⁹⁹ Vgl. zur Idee Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 270.

⁵⁰⁰ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 270.

⁵⁰¹ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 270.

⁵⁰² Vgl. Geibel, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 16 Rn. 11.

⁵⁰³ Vgl. Geibel, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 16 Rn. 11; Oechsler, in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, 2003, § 16 Rn. 7.

⁵⁰⁴ Vgl. ebenso Seiler, in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 16 Rn. 14.

⁵⁰⁵ Vgl. Hasselbach, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2010, § 16 Rn. 22; Seiler, in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 16 Rn. 15.

⁵⁰⁶ Vgl. Wackerbarth, in: Goette/Habersack (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 2011, § 16 WpÜG Rn. 16.

⁵⁰⁷ Vgl. nur Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 270; Seiler, in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 16 Rn. 17.

⁵⁰⁸ Vgl. Busche, in: Säcker/Rixecker (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 2012, § 148 Rn. 3.

⁵⁰⁹ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 270.

⁵¹⁰ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 270.

die Annahme gegenüber der das Angebot begleitenden Bank, die als Empfangsvertreterin des Bieters fungiert.⁵¹¹ Sofern die Angebotsfrist zu diesem Zeitpunkt noch läuft, verbleiben die Aktien zunächst noch im Depot des Wertpapierinhabers und werden lediglich auf eine gesonderte Wertpapierkennnummer umgebucht.⁵¹² Nach Ablauf der Frist erfolgt die Übertragung Zug um Zug gegen Überweisung der Gegenleistung auf ein Depot des Bieters. Dadurch geht das Eigentum an den Aktien auf den Erwerber über.⁵¹³ Die öffentliche Übernahme im engeren Sinne ist damit abgeschlossen.

f) Nach-Angebotsphase

Obleich der Kaufvertrag zwischen Bieter und Wertpapierinhaber zustanden gekommen ist und die hieraus entstandenen Pflichten durch Übertragung der Aktien bzw. der Gegenleistung umgesetzt wurden, wird dem Bieter noch auferlegt, gem. § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 3, 4 WpÜG das Ergebnis der Übernahme zu veröffentlichen, indem er feststellt, wie hoch der nun auf ihn entfallende Stimmrechtsanteil am Zielunternehmen ist. Damit enden seine Pflichten.⁵¹⁴ Jedoch beginnt jetzt der Zeitraum der Integration.⁵¹⁵ Deren Intensität ist in erheblichem Maße abhängig vom Anteil des Bieters am Grundkapital der Zielgesellschaft.⁵¹⁶ So bietet sich unter der Voraussetzung, dass der Bieter nunmehr 95 % des Grundkapitals der Zielgesellschaft hält, ein Ausschluss von Minderheitsaktionären (Squeeze-out) an.⁵¹⁷ Dieser richtet sich im Rahmen einer öffentlichen Übernahme nach den §§ 39a ff. WpÜG, die insoweit den allgemein geltenden Ausschlussregeln nach dem Aktienrecht (vgl. §§ 327a ff. AktG) vorgehen, sofern das übernahmerechtliche Ausschlussverfahren eingeleitet wird.⁵¹⁸ Darüber hinaus lassen sich auch Maßnahmen ergreifen, die zu einer stärkeren Einbindung der Zielgesellschaft in die Unternehmungen des Bieters führen. Namentlich kommen hierfür insb. konzernrechtliche Strukturen⁵¹⁹ in Betracht. Sofern bspw. der Bieter-Anteil an der Zielgesellschaft mehr als 50 % beträgt, mithin eine absolute Mehrheit vorliegt, steht eine sog. faktische Konzernverbindung in Rede, deren

⁵¹¹ Vgl. König/Wilken/Felke, Praxis des Übernahmerechts, 2008, Rn. 351.

⁵¹² Vgl. Bouchon/Müller-Michaels, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil XI Rn. 105.

⁵¹³ Vgl. Bouchon/Müller-Michaels, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil XI Rn. 105.

⁵¹⁴ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 271.

⁵¹⁵ S. zum sog. Post-Merger oben unter Punkt A.III.3.b.

⁵¹⁶ Vgl. Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 271.

⁵¹⁷ Ausf. dazu Bouchon/Müller-Michaels, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil XI Rn. 228 ff.

⁵¹⁸ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2011, Rn. 614; Süßmann, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2008, § 39a Rn. 22.

⁵¹⁹ Zutreffender ist die vom Gesetz genutzte Begrifflichkeit der verbundenen Unternehmen.

rechtliche Konsequenzen vom Bieter zu beachten sind.⁵²⁰ Demgegenüber erscheint es ebenso denkbar, dass der Bieter mit der Zielgesellschaft vertragliche Beziehungen in Form von Beherrschungs- und Gewinnabführungsvereinbarungen aufbaut, um einen weiterreichenden Einfluss auf die Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft zu begründen.⁵²¹

Häufig wird dieser Zustand schon im Zeitpunkt vor dem eigentlichen Übernahmeverfahren begehrt. In einem solchen Fall der Realisierung dieses Vorhabens spricht man von einem schleichenden Erwerb des Unternehmens oder auch von einer Übernahme durch Anschleichen.

⁵²⁰ Vgl. dazu Friedl, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 271.

⁵²¹ Auch hier sind die entsprechenden Rechtsfolgen nach §§ 300 ff. AktG zu beachten. In die Thematik einführend Windbichler, Gesellschaftsrecht, § 33 Rn. 13 ff.

Öffentliche Übernahme durch Anschleichen unter
besonderer Berücksichtigung der Meldepflichten nach
dem WpHG

Eine juristische Analyse

Holfter, M.

2012, XIII, 208 S. 1 Abb., Hardcover

ISBN: 978-3-642-27980-5