

Private Equity

Unternehmenskauf, Finanzierung, Restrukturierung, Exitstrategien

Bearbeitet von

Herausgegeben von Prof. Dr. Stephan Eilers, LL.M., Rechtsanwalt und Fachanwalt für Steuerrecht, Dr. Nils M. Koffka, Rechtsanwalt, Dr. Marcus Mackensen, LL.M., Rechtsanwalt, und Dr. Markus Paul, Rechtsanwalt, Bearbeitet von Dr. Franz Aleth, Rechtsanwalt, Dr. David Beutel, Rechtsanwalt und Steuerberater, Dr. Heiner Braun, MCJ, Rechtsanwalt, Dr. Johannes Conradi, Rechtsanwalt, Dr. Nils Derksen, Dr. Natascha Doll, Jochen Ellrott, Rechtsanwalt, Dr. Ferdinand Fromholzer, LL.M., Rechtsanwalt, Dr. Christoph L. Gleske, Rechtsanwalt, Dr. Kai Hasselbach, Rechtsanwalt, Dr. Florian C. Haus, Rechtsanwalt, Dr. Wessel Heukamp, LL.M., Rechtsanwalt, Dr. Juliane Hilf, Rechtsanwältin, Dr. Mario Hütter, Rechtsanwalt, Dr. Stephanie Hundertmark, Rechtsanwältin, Yorck Jetter, Rechtsanwalt, Dr. Michael Josenhans, Dr. Andreas König, M.C.L., Rechtsanwalt, Dr. Ludwig Leyendecker, LL.M., Rechtsanwalt, Dr. Christoph Nawroth, Rechtsanwalt, Dr. Oliver Rosenberg, LL.M., Rechtsanwalt, Dr. Alexander Schwahn, Dr. Andreas Werder, LL.M., Notar, Rechtsanwalt und Fachanwalt für Steuerrecht, Dr. Lars Westpfahl, Rechtsanwalt, und Dr. Jan-Philip Wilde

3. Auflage 2018. Buch. XXVI, 684 S. In Leinen

ISBN 978 3 406 71062 9

Format (B x L): 16,0 x 24,0 cm

[Recht > Handelsrecht, Wirtschaftsrecht > Unternehmensrecht](#)

Zu [Inhalts-](#) und [Sachverzeichnis](#)

schnell und portofrei erhältlich bei

The logo for beck-shop.de features the text "beck-shop.de" in a bold, red, sans-serif font. Above the "i" in "shop" are three red dots of increasing size. Below the main text, the words "DIE FACHBUCHHANDLUNG" are written in a smaller, red, all-caps, sans-serif font.

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](#) ist spezialisiert auf Fachbücher, insbesondere Recht, Steuern und Wirtschaft. Im Sortiment finden Sie alle Medien (Bücher, Zeitschriften, CDs, eBooks, etc.) aller Verlage. Ergänzt wird das Programm durch Services wie Neuerscheinungsdienst oder Zusammenstellungen von Büchern zu Sonderpreisen. Der Shop führt mehr als 8 Millionen Produkte.

aa) Stimmrechte aus Aktien

Nach § 33 Abs. 1 WpHG hat derjenige, der „durch Erwerb, Veräußerung oder auf sonstige Weise“ die Schwellenwerte von 3 %, 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % oder 75 % der **Stimmrechte** an einem Emittenten von Aktien mit Herkunftsstaat Deutschland erreicht, überschreitet oder unterschreitet, diesen Umstand unverzüglich, spätestens innerhalb von vier Handelstagen, dem Emittenten und der BaFin mitzuteilen. Der Emittent ist seinerseits nach § 40 Abs. 1 WpHG verpflichtet, die ihm übermittelte Information unverzüglich, spätestens aber drei Handelstage nach Zugang der Mitteilung zu veröffentlichen (zum Erwerb sonstiger Finanzinstrumente → Rn 22). Für das Erreichen der in § 33 Abs. 1 WpHG festgelegten Schwellenwerte werden dem Erwerber der Beteiligung gem. § 34 WpHG auch die Stimmrechte von Tochterunternehmen oder *gemeinsam handelnden Personen* (u. Rn. 19) zugerechnet. Die **Zurechnung** erfolgt dabei im Wesentlichen nach den gleichen Kriterien wie für übernahmerechtliche Sachverhalte gem. § 30 WpÜG. Sie erfasst die allermeisten Sachverhalte, bei denen der Bieter die Ausübung der betr. Stimmrechte durch den Dritten, dessen Beteiligung an der Zielgesellschaft ihm zugerechnet wird, „steuern“ oder jdfs. wesentlich beeinflussen kann (wobei Einzelfragen äußerst komplex sein können).¹¹ Allerdings ist die Handhabung dieser Kriterien durch die zuständigen WpHG-Referate der BaFin, obwohl die Vorschriften in beiden Gesetzen wortgleich sind, oftmals deutlich enger und teilweise auch stärker an formalen Kriterien orientiert als im Anwendungsbereich des WpÜG.

Erfolgt eine Meldung der Überschreitung von Stimmrechtsschwellen nicht, so sieht das WpHG nicht nur **Bußgelder**, sondern vor allem eine sehr scharfe gesellschaftsrechtliche Sanktion vor, nämlich den temporären **Verlust von Aktionärsrechten**: Rechte aus Aktien, die einem Meldepflichtigen gehören oder aus denen ihm Stimmrechte gemäß § 34 WpHG zugerechnet werden, bestehen nämlich so lange nicht, bis die Mitteilungspflichten nachgeholt werden – und bei vorsätzlicher oder grob fahrlässig unterlassenen Veröffentlichungen darüber hinaus noch für weitere sechs Monate (§ 44 WpHG). Letzteres soll verhindern, dass die Veröffentlichung zB unmittelbar vor einer Hauptversammlung der Zielgesellschaft nachgeholt wird, sodass diese dann vom Aufbau einer substantiellen Beteiligung des neuen Aktionärs überrascht wird und sich nur noch schwer verteidigen kann (sog. „**Anschleichen**“).¹² Der Rechtsverlust nach § 44 WpHG erfasst sowohl die Vermögensrechte des Aktionärs (wie Dividendenrechte oder Bezugsrechte aus einer Kapitalerhöhung) als auch seine Verwaltungsrechte (insbes. das Stimmrecht, aber auch das Recht zur Teilnahme an der Hauptversammlung der Zielgesellschaft, das Auskunftsrecht in der Hauptversammlung und das Recht, Beschlüsse der Hauptversammlung anzufechten), und ist damit ein durchaus sehr scharfes Schwert.¹³ Allerdings betrifft die um sechs Monate verlängerte Frist nur die Verwaltungsrechte des meldepflichtigen Aktionärs (insbes. dessen Stimmrechte) – die Vermögensrechte werden vom nach der Nachholung der Mitteilung weiter fortdauernden Rechtsverlust nicht erfasst und leben somit unmittelbar ab der nachgeholten Mitteilung wieder auf.¹⁴

Die besondere **Mitteilungspflicht nach § 43 WpHG für wesentlich beteiligte Aktionäre** sieht darüber hinaus vor, dass ein meldepflichtiger Aktionär, der die Schwelle von 10 % der Stimmrechte aus Aktien (oder eine der oben genannten höheren Schwellen) erreicht oder überschreitet, die börsennotierte Gesellschaft innerhalb von 20 Handelstagen nach Erreichen oder Überschreiten dieser Schwelle über die mit dem Erwerb der Stimmrechte verfolgten Ziele und über die Herkunft der für den Erwerb verwendeten Mittel

¹¹ Köln Komm WpHG/von Bilow § 22 Rn. 65 ff.; Assmann/Schneider/Schneider WpHG § 22 Rn. 3, 30 ff.

¹² BT-Drucks. 16/7438, S. 13; Fuchs/Zimmermann WpHG § 28 Rn. 23a; Just/Voß/Ritz/Becker/Becker WpHG § 28 Rn. 7.

¹³ Vgl. KölnKomm WpHG/Kremer/Oesterhaus § 28 Rn. 55 ff.; Assmann/Schneider/Schneider WpHG § 28 Rn. 23 ff.

¹⁴ BT-Drucks. 16/7438, S. 13.

informieren muss. Auch hier gilt die Zurechnung nach § 34 WpHG, so dass auch indirekte Beteiligungen und mehrstöckige Beteiligungsstrukturen zu einer Mitteilungspflicht führen können.

- 17 Hinsichtlich der verfolgten Ziele muss der Meldepflichtige angeben, ob
- die Investition der Umsetzung **strategischer**, also langfristig verfolgter **Ziele** oder (nur) der kurzfristigen Erzielung von Handelsgewinnen dient (dies ist eine reine „Entweder-oder-Angabe“; eine Verpflichtung, die ggfs. verfolgten strategischen Ziele, die idR auch bei Private-Equity-Investments in börsennotierte Gesellschaften bestehen, näher zu beschreiben, besteht *nicht*),¹⁵
 - er beabsichtigt, in den folgenden zwölf Monaten weitere Stimmrechte zu erwerben (Aufstockungsabsicht; auch dies ist eine reine „Entweder-oder-Angabe“, dh der Umfang der mittelfristig angestrebten Beteiligung muss nicht angegeben werden),
 - er anstrebt, Einfluss auf die Besetzung von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zu nehmen (auch insoweit reicht eine reine ja/nein-Angabe, bei der allerdings klargestellt werden muss, ob sich die Absicht, Einfluss zu nehmen, nur auf den Aufsichtsrat oder – über diesen hinaus – auch auf den Vorstand bezieht),¹⁶
 - ob eine wesentliche Änderung der Kapitalstruktur der Gesellschaft, insbes. im Hinblick auf das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung und die Dividendenpolitik, beabsichtigt ist, und wie der Investor die Beteiligung finanziert (wobei eine Erläuterung der Zusammensetzung der Finanzierung aus Eigen- und Fremdkapitalmitteln ausreicht).¹⁷
- 18 Die Angaben zur beabsichtigten Einflussnahme auf Organe und Kapitalstruktur der Zielgesellschaft sind für Private-Equity-Fonds theoretisch von erheblichem Gewicht. Allerdings wird die Nachricht über einen Beteiligungserwerb von 10 % oder mehr durch einen Private-Equity-Fonds (wie durch jeden anderen potentiell strategisch agierenden Aktionär) auch für sich genommen am Markt idR entsprechend interpretiert werden. Zudem ist der Inhalt der Veröffentlichungen nach § 43 WpHG in aller Regel sehr generisch gehalten (wogegen die BaFin nicht einschreitet) und lässt kaum Rückschlüsse auf die konkreten Ziele zu, die mit der entsprechenden Beteiligung verfolgt werden. Substantielle Einschränkungen für den Beteiligungsaufbau ergeben sich aus diesen Regelungen daher in der Praxis nicht.

Durch die Mitteilung der mit dem Erwerb verfolgten Ziele legt sich der Aktionär zudem nicht für die Zukunft fest (**keine Bindungswirkung**): Eine Änderung der in der Mitteilung angegebenen Ziele ist jederzeit möglich. In diesem Fall sind die geänderten Ziele lediglich erneut innerhalb von 20 Handelstagen mitzuteilen, wenn die Positionsänderung in den ersten zwölf Monaten nach dem Überschreiten der 10 %-Schwelle erfolgt; die börsennotierte Gesellschaft hat auch diese Änderung zu veröffentlichen.¹⁸ Die börsennotierten Gesellschaften enthalten sich in der Praxis üblicherweise, von „unerwünschten“ Beteiligungen abgesehen, weitestgehend einer inhaltlichen Kommentierung der bei ihnen eingehenden Mitteilungen. Sie prüfen also nicht, ob die Mitteilung (über die notwendigen Formalitäten hinaus) die inhaltlichen Anforderungen des § 43 WpHG einhält. Unterbleibt eine erforderliche Mitteilung, so muss die börsennotierte Gesellschaft dies ebenfalls veröffentlichen. Weitere Sanktionen sind im Zusammenhang mit einer Verletzung dieser Mitteilungspflichten aber nicht vorgesehen; insbes. ordnet das Gesetz für den Fall der Nichteinhaltung des § 43 Abs. 1 WpHG keinen Rechtsverlust gem. § 44 WpHG an.¹⁹

¹⁵ KölnKomm WpHG/Heinrich § 27a Rn. 36; Just/Voß/Ritz/Becker/Becker WpHG § 27a Rn. 17 f.

¹⁶ KölnKomm WpHG/Heinrich § 27a Rn. 40; Assmann/Schneider/Schneider WpHG § 27a Rn. 18.

¹⁷ KölnKomm WpHG/Heinrich § 27a Rn. 42 f.; Assmann/Schneider/Schneider WpHG § 27a Rn. 19 ff.

¹⁸ KölnKomm WpHG/Heinrich § 27a Rn. 45 f.; Fuchs/Zimmermann WpHG § 27a Rn. 18.

¹⁹ BT-Drucks. 16/7438, S. 13; Assmann/Schneider/Schneider WpHG § 27a Rn. 29; Fuchs/Zimmermann WpHG § 27a Rn. 21.

bb) Gemeinsam handelnde Personen

Als mit dem Erwerber von Aktien gemeinsam handelnde Personen gelten solche, die ihr Verhalten in Bezug auf das betroffene börsennotierte Unternehmen aufgrund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise mit diesem Erwerber abstimmen, wobei Vereinbarungen über die Ausübung von Stimmrechten, die lediglich **im Einzelfall** („einmalig“) erfolgen, ausgenommen sind (§ 34 Abs. 2 WpHG). Was unter einem „Einzelfall“ zu verstehen ist, wird anhand des Kriteriums der „Nachhaltigkeit“ der ausgeübten Einflussnahme bestimmt. Im Rahmen dieser Beurteilung findet sowohl eine formale als auch eine qualitative Wertung statt.²⁰ Die formale Betrachtung beschränkt sich ganz banal auf die Feststellung der Häufigkeit des Abstimmungsverhaltens. Im Anschluss daran erfolgt eine qualitative Bewertung, die sich mit der Intensität der Auswirkungen der Einflussnahme befasst. Von einer Nachhaltigkeit des abgestimmten Verhaltens kann demnach nur bei einer deutlich spürbaren Beeinflussung der Zielgesellschaft ausgegangen werden. Ob bei einer besonderen Tragweite des gemeinsamen Handelns die Nachhaltigkeit auch bei einer einmaligen Abstimmung vorliegen kann, was dann zur Folge hätte, dass kein Vorliegen eines Einzelfalls mehr angenommen werden könnte, ist umstritten.²¹

Das abgestimmte Verhalten iSd § 34 Abs. 2 WpHG erfasst zwei Tatbestände, nämlich: (i) die (vertragliche) **Verständigung über die Ausübung von Stimmrechten** zwischen den beteiligten Aktionären, zB über einen Konsortialvertrag oder ein Joint Investment Agreement, und (ii) ein **Zusammenwirken in sonstiger Weise (Acting in Concert)**, das mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung der börsennotierten Gesellschaft verbunden ist. Letzteres kann *informell* erfolgen – insbes. ist keine schriftliche oder rechtlich bindende Abstimmung erforderlich – und sich ua auf alle Gegenstände der Abstimmung in der Hauptversammlung beziehen. Ein Acting in Concert kann insbes. auch dann vorliegen, wenn die beteiligten Aktionäre *nachhaltigen* Einfluss auf die **Besetzung von Schlüsselpositionen im Aufsichtsrat** oder auf eine **Neubesetzung des Vorstands** nehmen oder die strategische Ausrichtung oder Finanzierungsstruktur der börsennotierten Gesellschaft auf eine neue Grundlage stellen wollen. Je größer die Zahl der Aufsichtsrats- und/oder Vorstandsmitglieder, die ausgewechselt werden sollen, desto mehr spricht für das Vorliegen eines abgestimmten Verhaltens.²² Die *einmalige* Abstimmung bei der Wahl *einzelner* Aufsichtsratsmitglieder stellt demgegenüber jedenfalls rglm. einen Einzelfall dar und führt *nicht* zu einem Acting in Concert.²³

Nicht abschließend geklärt ist weiterhin, ob auch die **Abstimmung allein innerhalb des Aufsichtsrats** (also unter den Aufsichtsratsmitgliedern, ohne Einbindung der Aktionärs-ebene) ein Acting in Concert begründen kann. Die Rechtsprechung hat dies mit der Begründung verneint, dass das Aufsichtsratsmandat ein höchstpersönliches Amt des jeweiligen Inhabers darstellt und ein Aufsichtsratsmitglied nicht als Vertreter desjenigen Aktionärs agiert, der ihn oder sie zur Wahl vorgeschlagen hat.²⁴ Diese Auffassung wird allerdings auch heute vielfach nicht unkritisch gesehen, ist zumindest in einem Private-Equity-Umfeld oftmals praxisfern und muss nicht unbedingt in allen denkbaren Konstellationen richtig

²⁰ OLG München, Urteil vom 27.4.2005 – 7 U 2792/04 (NZG 2005, 848), Schwark/Zimmer/Noack/Zetzsche Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2010, § 30 WpÜG Rn. 46; Anders/Filgut ZIP 2010, 1115; vgl. auch Assmann/Pöttsch/Schneider WpÜG § 30 Rn. 199 ff.

²¹ Dafür OLG München ZIP 2005, 856, 857; Assmann/Pöttsch/Schneider/Schneider WpÜG § 30 Rn. 201; Anders/Filgut ZIP 2010, 1115, 1117; dagegen BGHZ 169, 98, Steinmeyer/Steinmeyer WpÜG § 30 Rn. 60 f.; KölnKommWpÜG/von Bülow § 30 Rn. 237; Angerer/Geibel/Süßmann WpÜG § 30 Rn. 32; von Bülow/Stephanblome ZIP 2008, 1797, 1800.

²² BT-Drucks. 16/7438, S. 11 (7.12.2007); vgl. auch Assmann/Schneider/Schneider WpHG § 22 Rn. 199a; Wilsing/Goslar DB 2007, 2467, 2468 f.

²³ Assmann/Schneider/Schneider WpHG § 22 Rn. 199; siehe zur Parallelregelung in § 30 WpÜG auch KölnKomm WpÜG/von Bülow § 30 Rn. 272 ff. sowie Beck'sches Holding Handbuch/Hasselbach Rn. 440; ebenso Angerer/Geibel/Süßmann WpÜG § 30 Rn. 38.

²⁴ BGH Urteil vom 18.9.2006 – II ZR 137/05 (BGH ZIP 2006, 2077, 2079 – WMF).

sein.²⁵ Insbesondere darf trotz der bestehenden Weisungsfreiheit die mögliche faktische Einflussnahme von Aktionären auf das Abstimmungsverhalten einzelner, ihnen beispielsweise durch einen vorangegangenen Wahlvorschlag verbundener Aufsichtsratsmitglieder nicht verkannt werden.²⁶ Daher hatte die Bundesregierung im Anschluss an diese Rechtsprechung vorgeschlagen, dass unter bestimmten Voraussetzungen ein koordiniertes Verhalten innerhalb des Aufsichtsrates zu einer Stimmrechtszurechnung auf Ebene derjenigen Aktionäre führen sollte, welche die jeweiligen Organmitglieder „unterstützen“.²⁷ Diesem Vorschlag ist der Gesetzgeber im Ergebnis jedoch nicht gefolgt. Begründet wurde dies damit, dass eine andere Annahme nicht nur die erforderliche offene und vertrauensvolle Zusammenarbeit innerhalb des Aufsichtsrates beeinträchtigen würde, sondern auch mit der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs unvereinbar wäre.²⁸ Die Rechtslage ist daher insoweit weiterhin unsicher, auch wenn Vieles dafür spricht, dass Koalitionen innerhalb des Aufsichtsrates, die nicht von den Aktionären „gesteuert“ werden, jdf. grds. *nicht* in den Anwendungsbereich des § 34 Abs. 2 WpHG fallen.²⁹

cc) Stimmrechte aus sonstigen Finanzinstrumenten

- 22 Neben Stimmrechten aus Aktien sind auch Stimmrechte aus **sonstigen Finanzinstrumenten** meldepflichtig, wobei insoweit ein Eingangsschwellenwert von 5 % (statt 3 % bei Aktien) gilt (§§ 38, 39 WpHG). Hält der Bieter sowohl Aktien als auch Finanzinstrumente, gilt der Grundsatz der Zusammenrechnung, so dass eine Meldepflicht entsteht, sobald die 5 %-Schwelle aus einer Kombination von Aktien und Finanzinstrumenten erreicht wird (wobei natürlich die 3 %-Schwelle für Stimmrechte aus Aktien unberührt bleibt, § 38 Abs. 1 S. 1 WpHG).³⁰ Sonstige Finanzinstrumente sind dabei – zumal der Gesetzgeber, um gegen verschiedene von der übernahmerechtlichen Praxis entwickelte Ausweichmodelle (die weiterhin ein „Anschleichen“ an die Zielgesellschaft ermöglichen sollten) vorzugehen, bewusst eine **sehr weit reichende Formulierung** („vergleichbare wirtschaftliche Wirkung“, § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG) gewählt hat – alle Derivate, die es dem daraus Berechtigten rechtlich oder auch nur *faktisch*, zB aufgrund der wirtschaftlichen Ausgestaltung des Derivats, ermöglichen, Stimmrechte an der betroffenen börsennotierten Gesellschaft zu erwerben oder auf deren Ausübung Einfluss zu nehmen. Ausdrücklich erwähnt sind im Gesetz insbes. Optionsrechte, Terminkontrakte, Swaps und Differenzgeschäfte (§ 38 Abs. 2 WpHG).
- 23 Darauf, ob der Berechtigte einseitig die betreffenden Stimmrechte an sich ziehen kann, kommt es nicht an (§ 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG). Relevant ist dies insbes. für **Finanztermingeschäfte**, die dem Stillhalter ein Wahlrecht zwischen der Lieferung in physischen Stücken und einem barem Geldausgleich einräumen oder in sonstiger Weise einen wirtschaftlichen Anreiz setzen, dem Bieter physische Stücke anzudienen. Derartige Strukturen haben es den Übernehmern börsennotierter Aktiengesellschaft in der Vergangenheit ermöglicht, Zugriff auf Stimmrechtspakete weit oberhalb von 3 bzw. 5 % zu erlangen, ohne Stimmrechtsmitteilungen abzugeben. Der Bieter vertraute hierbei auf die wirtschaftliche Incentivierung des Stillhalters aus dem Finanztermingeschäft (etwa einem *Cash-settled Equity Swap*), typischerweise eine Bank. Die Bank musste sich, um ihr wirtschaftliches

²⁵ BT-Drucks. 16/7438, S. 11 (7.12.2007); vgl. auch Fuchs/Zimmermann WpHG § 22 Rn. 98.

²⁶ Fuchs/Zimmermann WpHG § 22 Rn. 98.

²⁷ BT Drucks. 16/7438 S. 11 (Gesetzesentwurf zum Risikobegrenzungssetz vom 7.12.2007), vgl. auch KölnKomm WpHG/von Bülow § 22 Rn. 266.

²⁸ BT-Drucks. 16/9821, S. 12 (Bericht des Finanzausschusses zum Entwurf des Risikobegrenzungssetzes vom 26.6.2008) mit Verweis auf das BGH Urteil vom 18.9.2006 II – ZR 137/05 (BGH ZIP 2006, 2077 ff.).

²⁹ Assmann/Schneider/Schneider WpHG § 22 Rn. 199a; siehe zur Parallelregelung in § 30 WpÜG auch KölnKomm WpÜG/von Bülow § 30 Rn. 275 f.

³⁰ BT-Drucks. 16/7438, S. 12; KölnKomm WpHG/Heinrich § 25 Rn. 62 ff.; Assmann/Schneider WpÜG § 25 Rn. 55 ff.

Risiko aus diesem abzusichern, in aller Regel mit physischen Stücken eindecken und diese, um keinen Verlust zu machen, bei passender Gelegenheit dem Bieter andienen (sog. *Schaeffler/Conti-Modell*). Um solche Konstruktionen zu verhindern, wurde allerdings im Jahr 2012 die gesetzliche Meldepflicht deutlich verschärft. Solche Swap-Geschäfte sind daher heute (unstreitig) meldepflichtig.³¹ Soweit bekannt ist bislang, obgleich immer wieder neue Varianten diskutiert werden, noch kein Modell entwickelt worden, dass nach den verschärften gesetzlichen Regeln ein *rechtlich risikofreies* – dh nicht mit einem zumindest nicht sicher auszuschließenden Verstoß gegen die Regelungen des WpHG verbundenes – „Anschleichen“ ermöglicht.

c) Auswirkungen von Vorerwerben auf den Mindestpreis

Erwirbt der Bieter im Rahmen des Beteiligungsaufbaus Aktien der Zielgesellschaft, so beeinflusst das den **Mindestpreis** für das sich anschließende Übernahmeangebot immer dann, wenn das Angebot innerhalb von **sechs Monaten** nach dem maßgeblichen Vorerwerb öffentlich angekündigt wird (§ 10 WpÜG). Der Mindestpreis für ein freiwilliges Übernahmeangebot ebenso wie für ein Pflichtangebot ist nämlich nach den §§ 4 und 5 WpÜG-AngVO der höhere Betrag von (i) dem höchsten Preis, den der Bieter oder mit ihm gemeinsam handelnde Personen während der letzten **sechs Monate** vor Ankündigung des Übernahmeangebots gem. § 10 WpÜG für Aktien der Zielgesellschaft gezahlt haben, und (ii) dem **volumengewichteten Dreimonats-Durchschnittskurs** der Aktie der Zielgesellschaft vor Ankündigung. Aktienerwerbe (oder Erwerbe sonstiger meldepflichtiger Finanzinstrumente, einschließlich Optionsgeschäften, bei denen insbes. die Optionsprämie berücksichtigt wird) haben daher einen unmittelbaren Einfluss auf den Mindestpreis, soweit sie zu Preisen erfolgen, die über dem volumengewichteten Dreimonats-Durchschnittskurs liegen.³²

Dasselbe gilt für den **weiteren Beteiligungsaufbau nach der Veröffentlichung gem. § 10 WpÜG**. Aktienkäufe, die das Angebotsverfahren begleiten, sei es über den Markt, sei es durch den Erwerb von Paketen außerhalb der Börse, führen nämlich zu einer automatischen Erhöhung des Angebotspreises, sofern sie zu einem Preis oberhalb des Angebotspreises ausgeführt werden. Ab dem Zeitpunkt der Veröffentlichung des Ergebnisses des Angebots (§ 23 Abs. 1 S. 1, 2 WpÜG) beginnt zudem eine **12-Monatsfrist**, innerhalb derer Erwerbe von Aktien der Zielgesellschaft weiterhin zu einer Erhöhung des Angebotspreises führen, wenn sie (i) oberhalb des Angebotspreises und (ii) außerbörslich – also nicht an einem regulierten Markt – erfolgen (§ 31 Abs. 5 S. 1 WpÜG). Aktienkäufe an der Börse in diesem Zeitraum führen hingegen nicht zu einer Nachzahlungsverpflichtung.

d) Vereinbarungen zwischen Bieter und Zielgesellschaft; Break Fee

Im Rahmen freundlicher Übernahmeangebote – und diese stellen bei öffentlichen Übernahmen durch Private-Equity-Investoren den Regelfall dar – schließen Bieter und Zielgesellschaft im Vorfeld der Veröffentlichung gem. § 10 WpÜG in manchen Fällen eine Vereinbarung über die Eckpunkte des Übernahmeangebots und des weiteren Umgangs des Bieters mit der Zielgesellschaft (sog. „*Business Combination Agreement*“).³³ Anders als bei Übernahmen durch strategisch orientierte Investoren, insbes. durch Wettbewerber der Zielgesellschaft, ist dies bei Übernahmen durch Private-Equity-Investoren allerdings eher unüblich und erfolgt jdfs. *nicht in der Mehrzahl der Fälle*. Für Private-Equity-Investoren sind

³¹ Beck'sches Holding Handbuch/Hasselbach Rn. 456; KölnKomm WpHG/Heinrich § 25a Rn. 40 ff.

³² Assmann/Pötzsch/Schneider/Krause WpÜG § 31 Rn. 155 f.; Baums/Thoma/Marsch-Barner § 31 Rn. 123; KölnKomm WpÜG/Kremer/Oesterhaus § 31 Rn. 98 f.

³³ Dazu *Seibt* Investoren- und Zusammenschlussvereinbarungen (2013), 105 ff.

derartige Vereinbarungen nämlich idR wenig(er) attraktiv, da sie eine Einbindung des Managements der Zielgesellschaft vor allem über die ökonomischen Konditionen ihres Angebots, die in Aussicht gestellte operative und finanzielle Unterstützung der Zielgesellschaft sowie die Erwartung des Managements, von einem attraktiven Beteiligungsprogramm profitieren zu können, erreichen. Ein Private-Equity-Investor wird daher idR bemüht sein, verbindliche Zusagen gegenüber der Zielgesellschaft und komplexe Modelle für deren Absicherung (etwa über einen Garanten), wie sie zwischen Strategen nicht unüblich sind, zu vermeiden.

- 27 Wird eine solche Vereinbarung abgeschlossen, so werden in sie typischerweise Absichtserklärungen bzw. Zusagen im Hinblick auf die künftige Unternehmenspolitik, die Strategie des Bieters, die Beibehaltung von Standorten oder Arbeitnehmerzahlen usw. aufgenommen. Im Gegenzug gibt die Zielgesellschaft häufig **Zusagen im Hinblick auf die Unterstützung des Angebots** seitens des Vorstands sowie ggfs. auch des Aufsichtsrats, soweit dies im Rahmen des Neutralitätsgebots gem. § 33 WpÜG möglich ist und Vorstand und Aufsichtsrat insbes. nicht im Hinblick auf die von ihnen abzugebende begründete Stellungnahme gem. § 27 WpÜG präjudiziert, und ermöglicht dem Bieter die Durchführung einer (ggfs. eingeschränkten) Due Diligence.³⁴ Dies wird in der Regel insbes. durch einen sog. „Better-Offer-Out“ abgesichert, also eine Ausnahmeregelung, wonach die Pflicht der Zielgesellschaft zur Unterstützung des Angebots endet, wenn von einem anderen Bieter ein konkurrierendes Angebot mit besseren Konditionen, insbes. einem höheren Angebotspreis, vorgelegt wird. Zum Teil wird dabei eine Nachbesserungsfrist vorgesehen, die es dem ersten Bieter ermöglichen soll, sein Angebot nachzubessern, bevor die Verpflichtung des Vorstands der Zielgesellschaft zur Unterstützung endet.
- 28 Kontrovers diskutiert werden weiterhin sog. **Break Fees**, aus Sicht des Private-Equity-Investors also vor allem die Verpflichtung der Zielgesellschaft zur Zahlung einer Geldleistung an den Bieter für den Fall, dass sie die zugesagte Unterstützung nicht oder nicht in der versprochenen Weise erbringt. Bei Private-Equity-Investoren sind Break Fees allerdings in der Praxis nur selten anzutreffen – sie kommen in der deutschen Praxis, wenn überhaupt, mehr bei Übernahmen durch einen Strategen vor. Break Fees sind in der deutschen übernahmerechtlichen Praxis nämlich zumeist *vom Bieter an die Zielgesellschaft zu zahlen*, und zwar dann, wenn die vereinbarte Übernahme aus wettbewerbsrechtlichen Gründen nicht zustande kommt, was aber für einen Private-Equity-Investor nur selten ein relevantes Problem ist. Sie sind dennoch konzeptionell nicht unwichtig und könnten in der Zukunft, in Anpassung an die internationale Marktpraxis, durchaus noch mehr Gewicht erhalten, verlangen Übernahmen nach dem WpÜG doch erhebliche Vorab-Investments des Bieters, vor allem wenn dieser nicht nur mit unterschiedlichen verkaufsbereiten Investoren verhandeln muss, sondern zur weiteren Absicherung seiner Position zusätzlich auch noch eine Beteiligung an der Zielgesellschaft an der Börse erwirbt (die er allerdings bei Abgabe eines besseren konkurrierenden Angebots idR mit Gewinn wieder veräußern kann).
- 29 Die **Zulässigkeit von Break Fees** im deutschen Recht ist, obgleich sowohl in der deutschen als auch (erst recht) in der internationalen Praxis durchaus nicht selten zu finden, zudem weiterhin *umstritten*. So wird vor allem im wissenschaftlichen Schrifttum zT bezweifelt, ob ein Break-Fee-Versprechen der Zielgesellschaft mit der Pflicht des Vorstands der Zielgesellschaft zur Neutralität gegenüber allen Bietern (§ 33 WpÜG), aber auch mit den allgemeinen Treuepflichten des Vorstands (*Business-Judgement-Rule*; §§ 76, 93 AktG) vereinbar ist oder ob es gegen die Vorschriften zur Eigenkapitalrückgewähr (§§ 57, 71a AktG: finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs durch die Zielgesellschaft) verstoßen kann. Wenn eine Break Fee in einer Höhe vereinbart wird, die den Organen oder den Aktionären der Zielgesellschaft wirtschaftlich keine andere Wahl lässt, als die Transaktion zu unterstützen bzw. das Angebot des Bieters anzunehmen, so wird dies teilweise als kritisch

³⁴ Siehe auch *Hasselbach/Peters* BB 2017, 1347, 1354 zur *Safe-Harbour*-Ausnahme nach Art. 9 Abs. 4 und 5 MAR zum Austausch von Informationen zwischen Bieter und Zielgesellschaft vor Abgabe des Angebots.

gesehen.³⁵ Diese Auffassung dürfte allerdings nur in Extremfällen, die in der Praxis kaum vorkommen, tatsächlich relevant werden. Bewegt sich eine Break Fee dagegen in einem angemessenen finanziellen Rahmen und besteht ein eigenes Interesse der Zielgesellschaft an der Übernahme durch den Bieter, so ist die Break Fee zulässig und die entsprechende Vereinbarung wirksam.³⁶

Das Eigeninteresse der Zielgesellschaft kann sich dabei namentlich aus der **strategischen Unterstützung des Bieters für die Geschäftspolitik** der Zielgesellschaft, aus der Stärkung des Aktionärskreises durch einen neuen, stabilen „Anker“-Investor sowie einem **attraktiven Angebotspreis für die Aktionäre** ergeben. Wenn hiermit für Gesellschaft und Aktionäre nicht nur unerhebliche Vorteile verbunden sind, so kann die Gesellschaft dem Bieter auch einen angemessenen Ersatz für die von ihm aufgewandten Kosten für den Fall anbieten, dass die Transaktion mit diesem Bieter aufgrund eines konkurrierenden Angebots (das dann seinerseits Vorteile für die Zielgesellschaft und ihre Aktionäre bietet, die über den Betrag der Break-Fee hinausgehen) oder aus von der Zielgesellschaft zu vertretenden Gründen nicht zustande kommt. In der deutschen M&A-Praxis werden Break Fees in einer Größenordnung von ca. 1–2 % des Transaktionsvolumens gemeinhin als zulässig angesehen, wobei die hierzu getroffenen Vereinbarungen im Einzelfall sehr stark variieren.³⁷

e) Besonderheiten bei der Due Diligence

aa) Zulässigkeit einer Due Diligence aus Sicht der Zielgesellschaft

Auch im Vorfeld und während eines Übernahmeverfahrens gelten die allgemeinen aktienrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflichten des Vorstands aus §§ 76, 93 AktG, wonach die Vorstandsmitglieder **ausschließlich im Interesse der Zielgesellschaft** zu handeln und alle Entscheidungen am Unternehmensinteresse auszurichten haben. Insbesondere ist der Vorstand gem. § 93 Abs. 1 S. 3 AktG verpflichtet, über vertrauliche Angaben und Geheimnisse der Gesellschaft, namentlich Betriebs- oder Geschäftsgeheimnisse, Stillschweigen zu bewahren.

Gleichwohl ist es nach herrschender und zutreffender Auffassung der Zielgesellschaft erlaubt, im Rahmen eines geplanten Aktienerwerbs bzw. Übernahmeverfahrens eine Due-Diligence-Prüfung, ggf. sachlich und zeitlich begrenzt, bei der Gesellschaft zuzulassen, sofern dies durch das Unternehmensinteresse gerechtfertigt ist und die Interessen der Gesellschaft, insbesondere an der **vertraulichen Behandlung** von gewährten Informationen in verfahrensmäßiger Hinsicht abgesichert sind.³⁸

(1) Abwägung von Geheimhaltungspflicht und Gesellschaftsinteresse

Ziel der Due Diligence ist es, dem Bieter umfassende und zum großen Teil vertrauliche, dh nicht öffentlich bekannte Informationen über die Zielgesellschaft zum Zwecke der Prüfung des Aktienerwerbs bzw. des Übernahmeangebots zur Verfügung zu stellen. Da der Vorstand gem. § 93 Abs. 1 S. 3 AktG grundsätzlich verpflichtet ist, über solche vertraulichen Angaben gegenüber Dritten Stillschweigen zu bewahren, kommt deren Offenlegung nur in Betracht, wenn das **Interesse der Gesellschaft an der Transaktion** ihr Interesse an der

³⁵ *Fleischer AG* 2009, 345 ff.; s. auch *MüKoAktG/Schlitt* § 33 WpÜG Rn. 122; *Grigoleit/Rachlitz AktG* § 71a Rn. 15; *Spindler/Stilz/Cahn AktG* § 71a Rn. 43.

³⁶ *Fleischer AG* 2009, 345, 349 f.; *Assmann/Pötzsch/Schneider/Krause/Stephan WpÜG* § 33 Rn. 120; aA *Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler* § 13 Rn. 30.

³⁷ *MüKoAktG/Schlitt* § 33 WpÜG Rn. 122; hinsichtlich der Höhe noch weitergehend *Weber-Rey/Reps ZGR* 2013, 597, 622.

³⁸ *MüKoAktG/Spindler* § 93 Rn. 137; *Spindler/Stilz/Fleischer* § 93 Rn. 170 f.; *Hüffer/Koch* § 93 Rn. 32 mwN.

Geheimhaltung überwiegt.³⁹ Dabei macht es grundsätzlich keinen Unterschied, ob der geplante Aktienwerb außerbörslich oder über die Börse erfolgt und ob der Erwerber eine Mehrheits- oder nur einer Minderheitsbeteiligung anstrebt, solange ein überwiegendes Interesse der Zielgesellschaft am Zustandekommen der Transaktion besteht. Insoweit hat der Vorstand eine **Interessenabwägung** vorzunehmen, bei der ihm ein unternehmerisches Ermessen (Business Judgement Rule) zukommt. Ergibt diese Abwägung ein überwiegendes Interesse der Gesellschaft an der Durchführung der geplanten Transaktion, so kann der Vorstand unter gewissen Voraussetzungen eine, ggf. sachlich und zeitlich begrenzte, Due-Diligence-Prüfung zulassen. Eine **Reduzierung des Ermessens** des Vorstands dahin, dass er eine Durchführung der Due Diligence ablehnen muss, wird nur in Extremsituationen vorliegen, etwa wenn ein Scheitern des Unternehmenskaufes aus kartellrechtlichen Gründen offensichtlich ist oder eine hochgradig kreditfinanzierte Übernahme offensichtlich allein die Zerschlagung des Unternehmens bezweckt.⁴⁰ Andererseits kann das Ermessen des Vorstands in Ausnahmesituationen auch dahingehend reduziert sein, dass die Durchführung einer Due Diligence zuzulassen ist, so beispielsweise wenn das Unternehmen ohne die Transaktion kurz- oder mittelfristig nicht überlebensfähig wäre.⁴¹

(2) Maßnahmen zur Verifizierung des Erwerbsinteresses und Sicherstellung der Vertraulichkeit

- 33 Gelangt der Vorstand zu der Auffassung, dass ein die Geheimhaltungspflicht überragendes Interesse der Gesellschaft an der Durchführung der geplanten Transaktion besteht, so muss er vor Beginn der Due Diligence sicherstellen, dass das **ernstliche Erwerbsinteresse** des Bieters nachgewiesen und die **vertrauliche Behandlung** der dem Bieter in der Due Diligence zur Verfügung gestellten Informationen gewährleistet ist.⁴² Insoweit sollten die folgenden Voraussetzungen erfüllt sein, bevor der Vorstand eine Due-Diligence-Prüfung zulässt:
- Der Entscheidung des Vorstands sollte zumindest eine Absichtserklärung (**Letter of Intent**) des potentiellen Erwerbers zugrunde liegen, aus der sich die Ernsthaftigkeit des Erwerbsinteresses und der derzeitige Stand der Erwerbsverhandlungen ergeben.⁴³ Ferner sollten in dieser Erklärung ergänzend die wesentlichen Vorteile des Erwerbs für die Gesellschaft umrissen sein, die Pläne des potentiellen Käufers für die Zeit nach der Transaktion in Eckpunkten dargestellt werden sowie die Finanzierung der Transaktion erläutert werden.
 - Die Zielgesellschaft sollte mit dem Bieter zudem eine **Vertraulichkeitsvereinbarung** abschließen.⁴⁴ Darin sollte der Zweck der Informationsbeschaffung sowie der Kreis der Mitarbeiter und Berater des potentiellen Käufers, die Zugang zu den Informationen erhalten, klar umgrenzt sein. Zur Vermeidung eines etwaigen Insiderhandels sowie zum Schutz der Gesellschaft davor, dass die gewährten Informationen nach einem Scheitern der Verhandlungen dennoch zum Erwerb von Aktien der Gesellschaft verwendet werden, sollte eine Frist vereinbart werden, innerhalb derer es dem Bieter untersagt ist, Aktien der Zielgesellschaft direkt oder indirekt zu erwerben (sog. Stand-Still-Verpflichtung).
 - Das Verfahren der Due Diligence muss dem Geheimhaltungsinteresse der Gesellschaft auch dadurch Rechnung tragen, dass eine unkontrollierte Einsichtnahme in Unterlagen

³⁹ MüKoAktG/Spindler § 93 Rn. 137 mwN; aA Lutter ZIP 1997, 613, 617 und Ziemons AG 1999, 492, 495, die eine Offenlegung von Informationen nur ausnahmsweise für zulässig halten, wenn ein überragendes, nicht anders erreichbares unternehmerisches Interesse im Sinne einer einmaligen Chance vorliegt, namentlich, wenn die Transaktion für das Fortbestehen der Gesellschaft erforderlich ist.

⁴⁰ Spindler/Stilz/Fleischer § 93 Rn. 170; Schroeder DB 1997, 2161, 2163; Hemeling ZHR 169 (2005), 274, 280.

⁴¹ Körber NZG 2002, 263, 270; Linker/Zinger NZG 2002, 497, 501; Spindler/Stilz/Fleischer § 93 Rn. 170.

⁴² Vgl. hierzu beispielsweise MüKoAktG/Spindler § 93 Rn. 137.

⁴³ Linker/Zinger NZG 2002, 497, 501; Müller NJW 2000, 3452, 3455.

⁴⁴ Linker/Zinger NZG 2002, 497, 501; Müller NJW 2000, 3452, 3455.