

Handbuch Unternehmenskauf

Bearbeitet von
Herausgegeben von: Dr. Wolfgang Hölters

9., neu bearbeitete Auflage 2019. Buch. XXXV, 1675 S. Hardcover
ISBN 978 3 504 45558 3

[Recht > Handelsrecht, Wirtschaftsrecht > Unternehmensrecht > Unternehmenskauf, Bewertung, M&A](#)

Zu [Inhaltsverzeichnis](#)

schnell und portofrei erhältlich bei



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.

Leseprobe zu



Hölters

Handbuch Unternehmenskauf

9. neu bearbeitete Auflage, 2019, 1711 Seiten,

gebunden, Handbuch, 170x240 mm

ISBN 978-3-504-45558-3

199,00 €

Teil I

Übergreifende/Strategische Themen

Kapitel 1

Mergers & Acquisitions

Ansgar Rempp

Überblick	
A. Bedeutung und Grundfragen	1.1
I. Erwerbsobjekte	1.1
II. Erwerbswege und Durchführungsformen	1.7
1. Unternehmenserwerb durch Kauf	1.7
2. Übernahme über die Börse	1.12
3. Gesellschaftsrechtliche Auseinandersetzung	1.17
4. Umwandlung	1.18
III. Der Markt für Unternehmen und Beteiligungen	1.20
1. Informationsquellen	1.20
2. Die Akteure im M&A-Markt	1.21
3. Entwicklung des weltweiten M&A-Marktes	1.28
4. Besonderheiten des deutschen M&A-Marktes	1.36
IV. Unternehmenskauf als konzernstrategisches Konzept	1.45
V. Unternehmenskauf und Konzentration	1.52
VI. Unternehmenskauf und Investitionsprüfung	1.58
1. Ausländische Direktinvestitionen in Europa und in Deutschland	1.60
2. Das Verfahren der Investitionsprüfung in Deutschland	1.62
3. Die europäische Gesetzgebungsinitiative für Investitionsprüfungen	1.66
4. Die Auswirkungen des amerikanischen CFIUS-Verfahrens auf Unternehmenskäufe in Deutschland	1.68
5. Empfehlungen für die Transaktionspraxis	1.69
VII. Management Buy-Out und Leveraged Buy-Out	1.71
1. Begriffsdefinition, Verbreitung in Deutschland	1.71
2. Potentielle Interessenkonflikte beim LBO und MBO	1.82
3. Fremdkapitalfinanzierung des Buy-Outs	1.90
4. Steuerliche Behandlung des Buy-Outs	1.93
VIII. Feindliche Übernahmen (Hostile Takeovers)	1.95
B. Projektmanagement beim Unternehmenskauf	1.102
I. Einleitung	1.102
II. Organisation des Unternehmenskaufs	1.107
1. Steering Committee und Projektteam	1.108
2. Die Bedeutung externer Berater	1.111
3. Die Rollen der externen Berater	1.115
a) Investmentbanken	1.115a
b) Anwaltskanzleien	1.115c
c) Wirtschaftsprüfer	1.115f
d) Sonstige externe Berater	1.115g
C. Abwicklung des Unternehmenskaufs	1.116
I. Formen der Abwicklung	1.116
1. Auktionsverfahren	1.117
2. Zwei Verhandlungspartner	1.118
3. Öffentliche Übernahmen	1.119
4. Sonderformen	1.120
II. Ablauf von Unternehmenskäufen	1.121
1. Kein typischer Ablauf	1.121
2. Auktionsverfahren (aus Sicht des Verkäufers)	1.123
3. Auktionsverfahren (Besonderheiten aus Sicht des Käufers)	1.134
4. Besonderheiten bei zwei Verhandlungspartnern	1.135
III. Due Diligence	1.139
IV. Warranty & Indemnity Insurance	1.145

V. Kaufpreis und Bewertung	1.150	
1. Überblick über gängige Bewertungsmethoden	1.151	
a) Bedeutung und Methoden	1.151	
b) Discounted Cashflow Verfahren („DCF“)	1.151a	
c) Multiple Verfahren	1.151b	
d) Equity Bridge	1.151c	
e) Working Capital Referenzwert	1.151d	
f) LBO-Bewertung	1.151e	
2. Kaufpreisverhandlungen und Festlegen des Kaufpreises	1.153	
3. Umsetzung im Anteilskaufvertrag	1.155	
4. Umsetzung beim Asset Deal	1.156	
5. Kaufpreisanpassung nach Closing	1.157	
6. Sonderfälle	1.158	
VI. Unternehmenskauf vor den Gerichten	1.161	

Literatur: Beinert/Burmeister/Tries, Mergers & Acquisitions in Germany, 2009; Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 7. Aufl. 2016; Gran, Abläufe bei Mergers & Acquisitions, NJW 2008, 1409; Hannappel/Fresl, Private Equity in Schramm/Hansmeyer, Transaktionen erfolgreich managen, 2010, S. 207; Holzapfel/Pöllath, Unternehmenskauf in Recht und Praxis, 15. Aufl. 2017; Jansen, Mergers & Acquisitions, 6. Aufl. 2016; Kästle/Oberbracht, Unternehmenskauf – Share Purchase Agreement, 3. Auflage 2018; Knott, Unternehmenskauf, 5. Aufl. 2017; Lucks/Meckl, Internationale Mergers & Acquisitions, 2. Auflage 2015; Meyer-Sparenberg/Jäckle, Beck'sches M&A-Handbuch, 2017; Pataki, Distressed M&A, in Schramm/Hansmeyer, Transaktionen erfolgreich managen, 2010, S. 247; Picot, Handbuch Mergers & Acquisitions, 5. Aufl. 2012; Picot, Unternehmenskauf und Restrukturierung, 4. Aufl. 2013; Pöllath/Greitemann/Viskorf, Verkauf von Familienunternehmen, in Festschrift für Rödl, 2008, S. 301; TenBrink/Brodie (Hrsg.), Mergers & Acquisitions in Europe, 1990 ff., Loseblatt, Stand: November 2002; Wollny/Hallerbach/Dönmez/Liebert/Wepler, Unternehmens- und Praxisübertragungen, 9. Aufl. 2018.

Überblick

Der Markt für Unternehmenskäufe verändert sich in nahezu allen relevanten Bereichen mit hoher Geschwindigkeit. Die Gründe hierfür sind vielfältig. So hat beispielsweise der Einsatz neuer Technologien (wie etwa künstlicher Intelligenz zum Auffinden und Abschätzen bestimmter Risiken im Rahmen der Due Diligence) zahlreiche Prozesse revolutioniert. Auch der zunehmende Einfluss externer Berater, der wiederum zu einer fortschreitenden Standardisierung der Abläufe und zur Entwicklung neuer kreativer Gestaltungsformen (z.B. die Einführung von Warranty & Indemnity Insurance) geführt hat, hat hierzu wesentlich beigetragen. Dies zwingt sowohl die Parteien als auch die externen Berater dazu, die Marktentwicklung ständig zu verfolgen, um auf dem neuesten Stand zu bleiben. Es hat auch dazu geführt, dass sich inzwischen in allen Bereichen hochspezialisierte Experten durchgesetzt haben.

Dieses Kapitel gibt im Abschnitt A einen ersten generellen Überblick über Formen des Unternehmenskaufs und den Markt für selbige sowie über einige ausgewählte Themen (z.B. Zusammenschlusskontrolle sowie Investitionsprüfung), die in den folgenden Kapiteln vertieft werden.

Bei Unternehmenskäufen handelt es sich meist um äußerst komplexe und im Hinblick auf Zeit- und auch Ressourceneinsatz ausgesprochen aufwendige Prozesse, bei denen zahlreiche Disziplinen oft unter hohem Zeitdruck ohne Reibungsverluste nahtlos ineinander greifen müssen. Dementsprechend hängt der erfolgreiche Abschluss einer Transaktion häufig nicht nur von der Expertise der jeweiligen internen und externen Spezialisten, sondern mehr noch von einem straffen Prozessmanagement und einer reibungslosen Koordination und Verzahnung der vielen meist parallel ablaufenden und sich überlappenden Arbeitsabläufe ab. Hier sollten keine Fehler oder unnötige Zeitverluste auftreten. Die Abschnitte B und C beschrei-

ben die aus Sicht der Praxis des Verfassers wesentlichen Elemente des Projektmanagements, des Ablaufs sowie der Abwicklung eines Unternehmenskaufs.

Darüber hinaus wird in allen Abschnitten auf aktuelle Entwicklungen eingegangen.

A. Bedeutung und Grundfragen

I. Erwerbsobjekte

Gegenstand dieses Handbuchs sind Erwerb bzw. Veräußerung von Unternehmen und Beteiligungen an Unternehmen (Unternehmensakquisitionen). Untersuchungsobjekt sind also zum einen – bei gegenständlicher Betrachtung – Unternehmen und Beteiligungen an solchen, zum anderen – aus Sicht der Handelnden – Vorgänge des Inhaberwechsels bei Unternehmen und Beteiligungen.

1.1

Eine einheitliche und anerkannte **Definition des Unternehmensbegriffs** besteht wegen der schillernden Vielfalt dieses wirtschaftlichen und sozialen Gebildes nicht. Nach vielfältigen Definitionsversuchen ist man vielmehr zu der Einsicht gelangt, dass eine Definition nur zielgerichtet für den Zweck der Untersuchung erfolgen kann.¹ Das führt für unterschiedliche Sachbereiche zu unterschiedlichen Unternehmensbegriffen. Für die Betrachtung des Unternehmenskaufs kann das Unternehmen als Gesamtheit von materiellen und immateriellen Rechtsgütern und Werten verstanden werden, die in einer Organisation zusammengefasst und einem einheitlichen wirtschaftlichen Zweck dienstbar gemacht sind (zu den in Nuancen unterschiedlichen Definitionen in den einzelnen Rechtsgebieten Rz. 7.46 und Rz. 9.1). Unternehmenträger ist der Inhaber sämtlicher positiver oder negativer Vermögenswerte. Es handelt sich dabei um eine natürliche Person, juristische Person oder im Falle von Personengesellschaften um quasirechtsfähige Personenvereinigungen.

1.2

Der Übergang eines Unternehmens kann sich durch Übertragung materieller oder immaterieller Vermögensbestandteile in Form der **Singularzession** vollziehen. Das kann die Gesamtheit aller Vermögensbestandteile sein, es können aber auch aus der Gesamtheit der Organisation einige Vermögensbestandteile herausgenommen und andere zurückgelassen werden. In letzterem Falle liegt ein Unternehmenserwerb nur vor, wenn die übernommenen Vermögensbestandteile den für das soziale und wirtschaftliche Gebilde prägenden Charakter haben (vgl. zu den steuerlichen Konsequenzen Rz. 5.12 ff., Rz. 5.108 ff., Rz. 5.269 ff.).

1.3

Ist **Unternehmensträger** eine natürliche Person, kann der Erwerb stets nur durch Übertragung von Vermögensbestandteilen stattfinden. Bei juristischen Personen und Personengesellschaften mit Quasirechtsfähigkeit kommt statt einer Übertragung einzelner Vermögensbestandteile in Form der Singularzession eine Übertragung von Beteiligungen an einem Unternehmen in Betracht. Bei einem völligen Wechsel des Unternehmenträgers, d.h. bei Übertragung sämtlicher Anteile, ist dabei in jedem Fall von einem Unternehmenskauf zu sprechen. Dasselbe gilt, wenn Anteile übertragen werden, die dem Übernehmer den absoluten unternehmerischen Einfluss gewähren, in der Regel je nach Gesellschaftsform und gesell-

1.4

¹ BGH v. 8.5.1979 – KVR 1/78, BGHZ 74, 359 (364) = AG 1980, 50 = MDR 1980, 31; BGH v. 13.10.1977 – II ZR 123/76, BGHZ 69, 334 (335) – VEBA/Gelsenberg; Hölters/Hirschmann, § 15 AktG Rz. 4; Bayer in MünchKomm/AktG, § 15 AktG Rz. 10; K. Schmidt, ZGR 1980, 277 (280); stärker im Sinne einer einheitlichen Definition noch RG v. 16.1.1943 – VII (VIII) 139/42, RGZ 170, 292 (298); Koch in Hüffer, § 15 AktG Rz. 8 f.

schaftsrechtlicher Ausgestaltung also bei mehr als 50 %. Bei einer geringeren Beteiligungshöhe sollte man eher von der Veräußerung einer Beteiligung sprechen. Allerdings gehen sowohl das Kartellrecht als auch das Übernahmerecht für börsennotierte Unternehmen davon aus – letzteres in Form einer widerlegbaren Vermutung –, dass bereits bei Erwerb von 30 % ein relevantes Maß an Kontrolle erlangt wird. Die nicht nur theoretische Unterscheidung zwischen Unternehmenskauf und Erwerb einer Beteiligung hat sowohl Bedeutung bei der rechtlichen Betrachtung als auch bei der Bewertung (vgl. hierzu Kapitel 3 und Rz. 9.4 ff.).

- 1.5 Überleitungen der Unternehmensträgerschaft durch Erbfolge (**Universalsukzession**) oder staatliche Eingriffe sind keine Veräußerungsvorgänge.
- 1.6 In diesem Handbuch werden lediglich Erwerb und Veräußerung von inländischen Unternehmen und Beteiligungen, d.h. von solchen Unternehmen, die in der Bundesrepublik Deutschland ihren Sitz haben, behandelt. Unternehmensakquisitionen im Ausland sind aufgrund der Unterschiedlichkeit der tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse in den einzelnen Ländern einer einheitlichen Betrachtung nicht zugänglich. Die Problemerörterung müsste also entweder für jeden ausländischen Staat gesondert erfolgen, was den umfangmäßigen Rahmen dieses Handbuchs sprengen, oder sich in nichts sagenden Allgemeinfloskeln erschöpfen würde. Fälle, in denen ein inländisches Unternehmen bzw. eine inländische Beteiligung von einer ausländischen Rechtspersönlichkeit aufgrund eines nicht der deutschen Rechtsordnung unterstellten Vertrages erworben wird, bleiben für die zivilrechtliche Betrachtung in Kapitel 9 ausgespart.

II. Erwerbswege und Durchführungsformen

1. Unternehmenserwerb durch Kauf

- 1.7 Gegenstand der Untersuchungen und Beiträge in diesem Handbuch sind vorrangig Erwerbsvorgänge durch **Verhandlungen** und anschließende **vertragliche** Vereinbarung mit dem bisherigen Unternehmensträger. Dabei ist es gleichgültig, ob dabei die Gesamtheit oder nahezu die Gesamtheit aller Vermögenswerte oder Beteiligungen übertragen werden.
- 1.8 Der Abschluss eines **Kaufvertrages** mit der Verpflichtung zur Übertragung von Beteiligungen oder Vermögensgegenständen und der korrespondierenden Verpflichtung zur Zahlung eines Kaufpreises ist die einfachste Form der Übertragung von Unternehmen und Beteiligungen. Diese Grundkonstellation des Unternehmenskaufes wird daher auch Ausgangspunkt für die Beiträge in den übrigen Teilen dieses Handbuchs sein. Wirtschaftliche, zivilrechtliche oder steuerrechtliche Überlegungen machen jedoch häufig andere Durchführungsformen erforderlich, die wirtschaftlich nichts anderes als die Übertragung eines Unternehmens oder eines Unternehmensteils darstellen. Die vertragliche Verpackung kann sehr unterschiedlich sein, die betriebswirtschaftlichen und rechtlichen Themen sind jedoch nahezu identisch mit dem Ausgangsfall des Unternehmenskaufvertrages.
- 1.9 Von außerordentlicher Komplexität ist die Übernahme internationaler Unternehmensgruppen, d.h. von Konzernen oder Teilen von Konzernen. In diesen Fällen muss oft eine Vielzahl von Gesellschaften und Betriebsstätten in verschiedenen Ländern übertragen werden. Vor der Übertragung müssen häufig noch Aus- und Eingliederungen von Betriebsteilen erfolgen.
- 1.10 Im Rahmen des Unternehmenskaufvertrages ist grundsätzlich zwischen dem sog. Share Deal (Verkauf und Übertragung von – je nach Rechtsform des Zielunternehmens – Anteilen bzw.

Beteiligungen) und dem sog. Asset Deal (Verkauf und Übertragung von einzelnen Vermögensgegenständen) zu unterscheiden (vgl. hierzu Rz. 9.6). Neben diesen beiden Grundformen des Unternehmenskaufvertrages kommt in der Praxis häufig auch eine Mischung aus Share und Asset Deals in Betracht. Dies gilt insbesondere bei der Veräußerung von in mehreren Jurisdiktionen tätigen Teilkonzernen, die meist in einigen Ländern keine eigenständigen Rechtseinheiten haben, sondern zusammen mit anderen Teilkonzernen des Gesamtkonzerns in einer Rechtseinheit zusammengefasst sind (sog. „Zebrageellschaften“).

Ein Unternehmenskauf kann durch **Einbringung** eines Betriebes oder eines Teilbetriebes in eine bereits bestehende oder zu diesem Zweck neu gegründete Gesellschaft erfolgen. 1.11

2. Übernahme über die Börse

Übernahmen von Beteiligungen über die **Börse** kommen nur bei der Aktiengesellschaft (so- 1.12 wie der SE und der KGaA) in Betracht.² Bei börsennotierten Gesellschaften können Beteiligungen in verschiedenen Formen erworben werden:

- im Wege eines öffentlichen Übernahmevertrages;
- durch Paketkauf vom bisherigen Paketinhaber;
- durch gezielte Zukäufe über die Börse;
- durch Kapitalerhöhungen (insbesondere solchen unter Ausschluss des Bezugsrechts und sog. „Rump Placements“, d.h. Erwerb von Aktien, für die ein Bezugsrecht nicht ausgeübt wurde).

In bestimmten Fällen, wie etwa bei einer Sanierung, kann ein Kontrollerwerber von der Abgabe eines öffentlichen Angebots befreit werden (vgl. hierzu Rz. 13.125).

In der Mehrzahl aller Fälle werden größere unternehmerische Beteiligungen auch bei börsennotierten Aktiengesellschaften nicht über die Börse, sondern in Form von Paketkäufen durch Verhandlungen und abschließende Kaufverträge mit dem bisherigen Paketinhaber oder den bisherigen Paketinhabern erworben. Der Übernahmevertrag kann den verbleibenden Aktionären nach einem Paketkauf ein öffentliches Übernahmeverbot nach Maßgabe der Regelungen des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) unterbreiten (vgl. hierzu im Einzelnen Kapitel 13). Nach den Regelungen des WpÜG ist ein Bieter, der auf der Grundlage eines öffentlichen Übernahmevertrages die Kontrolle, d.h. mindestens 30 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft erwerben will, zur Abgabe eines öffentlichen Übernahmevertrages verpflichtet, das auf den Erwerb sämtlicher Aktien der Zielgesellschaft gerichtet ist. 1.13

Insbesondere Übernahmen durch **öffentliche Übernahmeverträge** haben in der Vergangenheit für größere Aufmerksamkeit gesorgt. Die lebhafte Übernahmeschlacht Mannesmann AG/Vodafone AirTouch (1999/2000, also vor Einführung des WpÜG) ist auch heute noch im öffentlichen Bewusstsein verankert. In den Folgejahren standen spektakuläre öffentliche Übernahmen und Übernahmeversuche stets auf den ersten Seiten der Wirtschaftspresse, so z.B. die Übernahmeverträge RAG/Degussa (2002), Procter & Gamble/Wella (2003), Blackstone/Celanese (2004), Unicredit/HVB (2005), Bayer/Schering (2006), Porsche/VW (2007), Schaeffler/Continental (2008), Soffin/Hypo Real Estate (2009), Deutsche Bank/Deutsche Postbank (2010), Alpha Beta Netherlands Holding/Deutsche Börse (2011), Fresenius/Rhön-Klinikum 1.14

² Zur aktuellen Literatur vgl. Kapitel 13.

(2012), Vodafone/Kabel Deutschland (2013), McKesson/Celesio (2014), DMG MORI/DMG MORI SEIKI (2015), Potash/K+S (2015), Midea/Kuka (2016) und Bain-Cinven/Stada (2017). Aus rechtlicher Sicht von Interesse waren neben den vorgenannten Angeboten an die Aktionäre der HVB und der Deutschen Börse auch weitere Tauschangebote, etwa Depfa plc/Depfa AG (2002), UCB/Schwarz Pharma (2006), ACS/Hochtief (2010), Deutsche Wohnen/GSW Immobilien (2013) und Diebold/Wincor Nixdorf (2016).³

Aus dem angloamerikanischen Rechtssystem haben sich bei Übernahmen – insbesondere bei Übernahmen aufgrund öffentlicher Übernahmeangebote – die Begriffe des „Friendly Takeover“, „Unfriendly Takeover“ oder „Hostile Takeover“ eingebürgert. Die Begriffsunterscheidung knüpft daran an, in welcher Haltung das Management des Zielunternehmens dem Übernahmeangebot des Erwerbsinteressenten gegenübersteht (vgl. hierzu im Einzelnen Rz. 1.95 ff. sowie Rz. 13.22 ff.).

- 1.15 Einige der genannten Transaktionen haben der BaFin, der zuständigen Aufsichtsbehörde für Übernahmen, und verschiedenen Gerichten Gelegenheit gegeben, sich mit etlichen Rechtsfragen auseinanderzusetzen, z.B. zur Ermittlung der angemessenen Gegenleistung (etwa im Fall von unterschiedlichen Aktiengattungen), der Stimmrechtszurechnung (vor allem im Rahmen eines *Acting in Concert*), den Rechten von Aktionären der Zielgesellschaft (etwa bei pflichtwidrig unterlassenem Angebot), der Frage ihrer Beteiligung am Verwaltungsverfahren der BaFin sowie zum Ausschluss von Aktieninhabern aus anderen Staaten.
- 1.16 Seit Inkrafttreten des WpÜG zum 1.1.2002 ist beim Überschreiten der Kontrollschwelle von 30 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft ein auf den Erwerb aller Aktien gerichtetes öffentliches Pflichtangebot (vgl. hierzu im Einzelnen Rz. 13.106) gegenüber den restlichen Aktionären der Zielgesellschaft abzugeben. Dabei blieb es auch nach Umsetzung der Übernahmerichtlinie aus dem Jahr 2004; sie überließ es den Mitgliedstaaten, die entsprechenden Schwellenwerte festzulegen. Seither gab es Transaktionen, bei denen der Bieter die Kontrollschwelle überschritt und den Aktionären lediglich den gesetzlichen Mindestpreis anbot (sog. *low balling*)⁴. Dies führte zu einer kontroversen Diskussion und die EU-Kommission erwägt, geeignete Schritte zu ergreifen, etwa die Empfehlung zusätzlicher Schwellenwerte für Pflichtangebote.

3. Gesellschaftsrechtliche Auseinandersetzung

- 1.17 Ein weiterer Weg des Erwerbs eines Unternehmens oder einer Beteiligung ist der über eine gesellschaftsrechtliche Auseinandersetzung oder durch Erbgang. Insbesondere bei Familiengesellschaften wird auf diese Weise häufig im Interesse des Fortbestandes von Unternehmen die Gesellschafterstruktur bereinigt. Leider werden die Probleme des Generationenwechsels in vielen Familienunternehmen von der Seniorengeneration nicht rechtzeitig bedacht. Aus der Vielzahl der auftretenden Probleme ist insbesondere ein Problempaar herauszugreifen: Treten sämtliche erbrechtlichen Nachfolger als Gesellschafter in das Unternehmen ein, tauchen infolge sachlicher Inkompetenz oder Meinungsvielfalt oft Führungsprobleme auf. Kommen aufgrund gesellschaftsrechtlicher oder erbrechtlicher Gestaltung verschiedene Erben als Gesellschafter nicht in Betracht, gibt es Abfindungsprobleme, die das Unternehmen

3 Vgl. Fleischer in Paschos/Fleischer, Übernahmerecht-HdB, 2017, § 1 Rz. 4 ff. m.w.N.

4 Vgl. z.B. Kalss in Kämmerer/Veil (Hrsg.), Übernahme- und Kapitalmarktrecht in der Reformdiskussion, 2013, S. 139; Baums, Low Balling, Creeping in und deutsches Übernahmerecht, ILF Working Paper 122 (2010), www.ilf-frankfurt.de.

in Liquiditätsschwierigkeiten bringen können. Kennzeichnend für den Erwerb einer Beteiligung über eine gesellschaftsrechtliche Auseinandersetzung ist die Tatsache, dass die Beteiligung nicht auf einen völlig neuen Gesellschafter, sondern auf einen oder mehrere der bereits beteiligten Altgesellschafter übergeht. Ein Ausscheiden im Wege einer gesellschaftsrechtlichen Auseinandersetzung ist meist ein zwangswise Ausscheiden. Das kann bei einer Personengesellschaft durch Ausschließung eines Gesellschafters aus wichtigem Grund geschehen, bei einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung z.B. durch Einziehung des Geschäftsanteils. Bei einer Personengesellschaft kann man sich auch einvernehmlich auf das Ausscheiden eines Gesellschafters zu einem bestimmten Stichtag einigen. In sämtlichen Fällen erfolgt das Ausscheiden nicht auf der Basis eines Unternehmenskaufvertrages. Gesellschafterwechsel aufgrund von gesellschaftsrechtlichen Vorgängen sind deshalb grundsätzlich nicht Gegenstand dieses Handbuchs.

4. Umwandlung

Elemente eines Unternehmenskaufs kann auch die Umwandlung haben. Nach dem Umwandlungsgesetz sind Arten der Umwandlung die Verschmelzung, die Spaltung – Aufspaltung, Abspaltung, Ausgliederung –, die Vermögensübertragung und der Formwechsel.

1.18

Darüber hinaus kann es in besonderen Konstellationen (z.B. wenn der Verkäufer eine Veräußerung sehr langfristig plant aus steuerlichen (vgl. hierzu im Einzelnen Rz. 5.46 ff.) oder auch aus anderen Gründen) empfehlenswert sein, einen Asset Deal statt durch Einzelrechtsübertragung in Form eines umwandlungsrechtlichen Spaltungsvorgangs durchzuführen. Die Spaltung wird fast immer schon vom Verkäufer im Vorgriff auf eine später zu erfolgende Veräußerung vorgenommen werden. Dies hat – und zwar sowohl beim Asset Deal als auch bei einem Spaltungsvorgang – u.a. den Vorteil, dass der Verkäufer bestimmen kann, welche Vermögensgegenstände und Rechte und welche Verbindlichkeiten und Risiken auf den zu veräußernden Rechtsträger übertragen und damit vom Käufer übernommen werden (vgl. hierzu im Einzelnen Rz. 9.91 ff.).

1.19

III. Der Markt für Unternehmen und Beteiligungen

1. Informationsquellen

Amtliche statistische Aufzeichnungen über Unternehmens- und Beteiligungstransaktionen in der Bundesrepublik Deutschland gibt es nicht. Offizielle Informationen über Erwerbsvorgänge gibt es lediglich bei Aktiengesellschaften aufgrund der Mitteilungen über Beteiligungen nach §§ 33 ff., 38 ff. WpHG und nach §§ 20, 21 AktG sowie nach §§ 10 ff. WpÜG⁵. Bei Personengesellschaften ergeben sich Wechsel im Gesellschafterkreis aus dem Handelsregister. Gleichermaßen gilt für Gesellschaften mit beschränkter Haftung aufgrund der zum Handelsregister einzureichenden Gesellschafterliste. Keinerlei offizielle Informationen gibt es über Erwerbsvorgänge, die sich über die Übertragung sämtlicher oder nahezu aller Vermögensgegenstände vollziehen. Auch die Angaben des BKartA⁶ (dazu Rz. 7.1 ff.) sowie die Verlautbarungen

1.20

⁵ Vgl. hierzu die Datenbank der BaFin über veröffentlichte Angebotsunterlagen nach § 14 WpÜG unter www.bafin.de.

⁶ Die Tätigkeitsberichte des BKartA, die alle zwei Jahre erscheinen, enthalten einen umfangreichen Statistikteil; vgl. auch die Entscheidungsübersicht unter www.bundeskartellamt.de.

der EU-Kommission⁷ sind nur begrenzt aussagekräftig, da sie nur die kartellrechtlich relevanten Vorgänge enthalten. Allerdings kann man sich bei systematischem Verfolgen der Verlautbarungen zumindest einen Überblick über die bedeutenderen Transaktionen verschaffen. Ein Überblick über die gesamten Unternehmenstransaktionen lässt sich nur durch Online-Datenbanken gewinnen, die laufend aktualisiert werden und verlautbare Pressemitteilungen verfolgen sowie eigene Recherchen anstellen.⁸ Ein Anspruch auf Vollständigkeit besteht allerdings auch hier nicht, da es tatsächlich – in erster Linie kleinere – Transaktionen gibt, die weder offengelegt noch von den Medien aufgegriffen werden.

2. Die Akteure im M&A-Markt

- 1.21 Der bei Unternehmenskäufen angewendete Kontaktmechanismus hat sich im Laufe der Jahre geändert. Einige der historischen Anbahnungsformen bestehen immer noch, sind aber durch neue Kontaktwege unter Einschaltung professioneller Berater ergänzt worden.
- 1.22 Die Kontakte bei rein deutschen Unternehmens- und Beteiligungserwerben werden immer noch häufig unmittelbar durch Absprachen auf der höchsten Geschäftsführungs- und Vorstandsebene geknüpft. In vielen Fällen kennt man sich und nimmt direkten Kontakt auf. Dies dürfte zumindest im Verhältnis zwischen deutschen Großunternehmen immer noch ein häufiger Fall der ersten Initialzündung einer Unternehmensakquisition sein.
- 1.23 Das Entstehen eines M&A-Marktes in Deutschland wurde maßgeblich mitgeprägt und sogar mitverursacht durch eine breite Palette von Mittlern und Beratern. Die klassischen **internationalen** (vorwiegend amerikanischen) **Investmentbanken** haben in den 1980er-Jahren ihre Tätigkeit auf den deutschen Markt ausgedehnt, indem sie eigene Niederlassungen gegründet oder Tochtergesellschaften errichtet haben. Fast sämtliche **deutsche Banken** haben bei ihrer Suche nach neuen Betätigungsfeldern außerhalb des klassischen Kreditgeschäftes eigene Abteilungen für das Corporate-Finance-Geschäft gebildet. Daneben sind unabhängige **M&A-Beratungsfirmen** von Unternehmensberatern gegründet worden. M&A-Beratungsabteilungen hat mittlerweile auch jede größere **Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**.
- 1.24 Die Investmentbanken haben den bei weitem größten Anteil an den Veränderungen im deutschen Transaktionsmarkt. Sie haben zum Teil neue Veräußerungstechniken und Abwicklungsmethoden eingeführt, z.B. das Auktionsverfahren („Controlled Auction“). Dieses wird unter Rz. 1.117 und Rz. 1.123 ff. im Einzelnen geschildert. Das hat zu einer Angloamerikanisierung der gesamten Rechts- und Wirtschaftssprache im M&A-Markt geführt. Dahingestellt, ob man dies gutheißen darf oder nicht, verwenden die im Unternehmenskaufsektor schwerpunktmäßig tätigen Akteure größtenteils englische Fachausdrücke. Infolge der Globalisierung der Wirtschaft und der inzwischen gängigen Praxis, auf Verkäuferseite Auktionsverfahren aufzusetzen, werden inzwischen praktisch alle Kaufverträge in Englisch abgefasst und viele Verhandlungen in Englisch geführt (vgl. Rz. 1.163 und Kapitel 10).
- 1.25 Gerade bei kleineren und mittelgroßen Transaktionen sind oft auch sog. M&A-Berater, die unabhängig von Banken bzw. Investmentbanken sind, vermittelnd tätig (vgl. hierzu im Einzelnen Rz. 1.115).

⁷ Die jährlich erscheinenden Berichte der EU-Kommission über die Wettbewerbspolitik enthalten Übersichten und Statistiken über die getroffenen Entscheidungen; vgl. auch die Übersichten unter http://ec.europa.eu/competition/index_de.html.

⁸ www.ma-online.de; www.mergermarket.com; <http://www.bvmarketdata.com/>; <http://www.bvdinfo.com/Products/Economic-and-M-A/M-A/Zephyr.aspx>.

Neben den Investmentbanken und M&A-Beratern ist nach wie vor die Rolle der Geschäftsbanken auf der Kreditseite bei Veräußerungsvorgängen nicht zu unterschätzen. Sie haben oft, insbesondere bei Not leidenden Familienunternehmen, den Anstoß zu Veräußerungen gegeben. Bei Familienunternehmen ergibt sich diese Tätigkeit bei den deutschen Banken quasi als Nebenprodukt aus ihrer Rolle als finanzwirtschaftlicher Berater von Unternehmenskunden.

1.26

Vermittler und Berater bei Unternehmenskäufen sind seit jeher auch Wirtschaftsanwälte. Dabei handelt es sich um den kleinen Kreis von Angehörigen dieses Berufsstandes, die aufgrund ihrer Persönlichkeit und ihrer allgemeinen wirtschaftlichen Erfahrung in ihrer Bedeutung weit über die des Fachberaters hinausgewachsen sind. Dieser kleine Kreis von Wirtschaftsanwälten, die sich schwerpunktmäßig mit Unternehmenskäufen beschäftigen, hat mit dem Entstehen eines M&A-Marktes eine über die herkömmliche Anwaltstätigkeit hinausgehende Akquisitionsberatung in seine Dienstleistungspalette aufgenommen.

1.27

3. Entwicklung des weltweiten M&A-Marktes

Weltweit lassen sich, was Zahl und Umfang von Transaktionen anbetrifft, immer wieder Wellenbewegungen beobachten.⁹ Die im Folgenden angegebenen Zahlen entstammen nicht amtlichen Statistiken. Hier gibt es abhängig von der erhebenden Institution Unterschiede im Einzelnen, nicht jedoch im Hinblick auf Trends und Entwicklungen.

1.28

Der weltweite Markt für Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen ist seit Mitte der 1990er-Jahre stetig gewachsen und erzielte 2000 mit einem Transaktionsvolumen i.H.v. 3,167 Billionen US-Dollar bei ca. 37.000 Transaktionen einen vorläufigen Höchststand.¹⁰ Seit dem zweiten Quartal 2000 trat jedoch eine weltweite Abschwächung der Marktaktivitäten ein. 2002 betrug das Transaktionsvolumen nur noch 1,058 Billionen US-Dollar und erreichte damit den niedrigsten Stand seit 1997. Die wesentlichen Ursachen für den massiven Rückgang lagen in der Schwäche phase der New Economy („Platten der Dotcom Blase“) sowie der weltpolitischen Situation. Seither erholtete sich das weltweite M&A-Volumen wieder stetig bis es 2007 i.H.v. 4,6 Billionen US-Dollar¹¹ den absoluten Höchststand erreichte. Mit der im September 2008 durch die Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers endgültig ausgebrochenen globalen Finanzkrise, die sich in der Folge zu einer Wirtschaftskrise auswuchs, ebbte die Transaktionsaktivität schlagartig ab und erreichte 2009 das schwächste Ergebnis seit 2004 bei 2,3 Billionen US-Dollar. Staatliche Rettungsmaßnahmen sowie Zinssenkungen und weitere Maßnahmen („Quantitative Easing“) der Notenbanken versuchten der Lähmung des Finanzkreislaufs entgegenzuwirken, mit teilweisem Erfolg. In der Folge blieb die globale M&A-Aktivität weitgehend stabil, wobei ab 2012 die aufkeimende Eurokrise (Griechenlandkrise) einen weiteren Unsicherheitsfaktor darstellte, der einen eher dämpfenden Effekt auf den (europäischen) M&A-Markt hatte. Ab 2014 verzeichnete man wieder starke bis sehr starke M&A-Jahre, getragen von der generellen wirtschaftlichen Erholung in den USA und anderen Teilen der Welt nach der Finanzkrise. Außerdem wurden in den Jahren 2014-2016 auch viele sog. „Mega-Deals“ abgeschlossen (z.B. Verizon Communications/Verizon Wireless [130,3 Milliarden US-Dollar, 2013], AT&T/Time Warner [85,41 Milliarden US-Dollar, 2016], Bayer/Monsanto [58,3 Milliarden US-Dollar, 2016] und Linde/Praxair [42,2 Milliarden Euro, 2016]). So knüpfte der Markt 2015 mit 4,5 Billionen US-Dollar fast an den Höchststand von 2007 an. Seitdem ist das Vol-

1.29

⁹ Schramm/Hansmeyer, Transaktionen erfolgreich managen, 2010, S. 15 ff.

¹⁰ Mezger, MAR 2001, 1.

¹¹ Alle Daten aus JP Morgan 2018 Global M&A Outlook, p.3, basierend auf Daten von Dealogic zum 1.4.2018.

Transaktionen zu identifizieren. Die genaue Kenntnis der spezifischen aktienrechtlichen Themen beim Unternehmenskauf ermöglicht es dem Vorstand, Haftungsfallen zu vermeiden.

- 12.5 Gerade bei Beteiligung von Aktiengesellschaften bei M&A-Transaktionen ist es unabdingbar, den Prozess **umfassend zu planen**. Oft wird sich bereits wegen der Größe der Transaktion eine größere Komplexität ergeben. Weiter muss die Organisationsform der Aktiengesellschaft berücksichtigt werden. Es ist also zu fragen, ob, wann und in welchem Umfang der Aufsichtsrat zu unterrichten oder dessen Zustimmung einzuholen ist. In Ausnahmen ist auch an die Einberufung einer Hauptversammlung zu denken (vergleiche zu diesen Themen bei D., Rz. 12.102 ff.). Handelt es sich um eine börsennotierte Aktiengesellschaft, ist weiterhin der Zeitpunkt von möglicherweise notwendigen Ad-hoc-Mitteilungen zu berücksichtigen.

B. Vorstand und Due Diligence

I. Relevanz der Due Diligence für Target-, Veräußerer- und Erwerber-AG

- 12.6 Bis in die siebziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts war es bei Unternehmenskäufen eher unüblich, dass der Käufer vor Abschluss des Unternehmenskaufvertrages das zu erwerbende Unternehmen eingehend auf Risiken untersuchte. Der Veräußerer und das zu erwerbende Unternehmen waren zumeist nicht bereit, die entscheidenden unternehmensbezogenen Dokumente über seine rechtliche und finanzielle Situation zusammenzustellen und dem Erwerber zur Verfügung zu stellen. Der Käufer versuchte seine Position dadurch zu schützen, indem er in den Unternehmenskaufvertrag einen äußerst umfangreichen Katalog von Gewährleistungs- oder Garantietatbeständen aufnahm.⁴
- 12.7 Die Durchführung einer Due Diligence ist in der Unternehmenskaufpraxis in Deutschland zunehmend üblich geworden. Unter Due Diligence versteht man die **systematische Untersuchung** des Zielunternehmens durch den Kaufinteressenten. Das Zielunternehmen wird hierbei in rechtlicher, finanzieller, steuerlicher und, sofern erforderlich, auch umweltspezifischer Hinsicht umfassend geprüft. Gegenstand einer Due Diligence können zudem Compliance-Aspekte sein (vergleiche dazu Rz. 12.51 ff.). Vor und während der Vertragsverhandlungen haben der Veräußerer und der potentielle Erwerber des Zielunternehmens ein nachvollziehbares Interesse, den tatsächlichen Wert des zu veräußernden Unternehmens oder Unternehmensteils zu ermitteln und einen Überblick über die mit dem Erwerb verbundenen Risiken zu erhalten. Dem Veräußerer geht es hierbei regelmäßig darum, sich ein Bild von dem Wert des eigenen Unternehmens und dem mit der Abgabe von Gewährleistungen vorhandenen Haftungsrisiko zu machen, während der potentielle Erwerber darauf angewiesen ist, mögliche finanzielle, steuerliche, rechtliche und umweltspezifische Risiken des Targets aufzudecken und abzuschätzen.
- 12.8 Aufgrund dieser zwischenzeitlich weitgehend üblichen Praxis beim Unternehmenskauf ergeben sich Fragen der rechtlichen Einordnung sowohl beim Veräußerer als auch beim Erwerber und dem Zielunternehmen. Auf der Erwerberseite stellt sich für den Vorstand der Erwerber-AG die Frage, ob er verpflichtet ist, vor Abschluss eines Unternehmenskaufvertrages eine Due Diligence durchzuführen. Bejaht man diese Pflicht und führt der Vorstand keine Due Diligence durch, könnte er sich nach § 93 Abs. 2 Satz 1 AktG schadensersatzpflichtig machen.

4 Hölters/*Hölters*, AktG, 3. Aufl. 2017, § 93 AktG Rz. 176.

Für den Vorstand des Zielunternehmens ist die Frage zu beantworten, ob er berechtigt oder sogar verpflichtet ist, eine Due Diligence durch einen Kaufinteressenten zuzulassen oder ob er hierdurch seine Pflicht zur Verschwiegenheit verletzt. Ein besonderes Problem stellt sich in der Praxis, wenn das Target verpflichtet werden soll, beim Veräußerer, Erwerber oder beim Target selbst entstehende Transaktionskosten zu tragen.

12.9

Der Vorstand einer veräußernden Aktiengesellschaft muss sich fragen, ob er rechtlich dazu in der Lage ist, den Vorstand der Ziel-AG zu bewegen, eine Due Diligence zuzulassen. Außerdem muss er sich die Frage stellen, ob er nicht dazu verpflichtet ist, selbst eine Due Diligence (Vendor Due Diligence) vorzunehmen und welche Mittel ihm dazu zur Verfügung stehen.⁵

12.10

II. Erwerber-AG und Due Diligence

Sowohl aus **zivilrechtlichen** als auch **aktienrechtlichen** Gründen kann sich eine Notwendigkeit für den Vorstand der Erwerber-AG ergeben, das Zielunternehmen im Rahmen einer Due Diligence zu prüfen. Zivilrechtlich kann der Verzicht auf eine Due Diligence dazu führen, dass Gewährleistungsansprüche des Käufers entfallen. Aktienrechtlich kann die Nichtdurchführung einer Due Diligence eine Pflichtverletzung des Vorstands darstellen.

12.11

1. Due Diligence und Gewährleistung

Im amerikanischen Rechtskreis herrscht der Grundsatz, dass der Erwerber, der einen Kaufgegenstand nicht mit gehöriger Sorgfalt prüft, keine Gewährleistungsansprüche wegen etwaiger Mängel geltend machen kann.⁶ Dem deutschen Kaufrecht ist dieses Verständnis fremd. Es gibt in Deutschland **keine allgemeine Obliegenheit**, einen Kaufgegenstand vor Abschluss des Vertrages zu untersuchen.⁷ Nach § 442 BGB kann aber die Kenntnis des Erwerbers von etwaigen Mängeln des Kaufgegenstandes bei Vertragsschluss dazu führen, dass die Haftung des Veräußerers ausgeschlossen ist.⁸

12.12

Für den Spezialbereich des Unternehmenskaufs wird in der Literatur vereinzelt vertreten, dass die Due Diligence beim Unternehmenskauf, insbesondere beim Erwerb mittlerer oder größerer Unternehmen, mittlerweile der **allgemeinen Verkehrssitte entspreche**.⁹ Hieraus wird geschlossen, dass der Verzicht auf eine Due Diligence dazu führen kann, dass der Vorstand grob fahrlässig i.S.v. § 442 BGB handelt und ein Ausschluss von Gewährleistungsrechten droht. Die überwiegende Auffassung in der Literatur verneint hingegen eine kaufrechtliche Obliegenheit zur Durchführung einer Due Diligence vor dem Erwerb des Zielunternehmens.¹⁰

12.13

Der herrschenden Auffassung in der Literatur ist zuzustimmen. Es gibt bislang **keinen generalisierbaren Kernbestand** an Prüfpflichten für die Durchführung einer Due Diligence

12.14

5 Hölters/Hölters, § 93 AktG Rz. 178.

6 Werner, ZIP 2000, 989 (990); Merkt, BB 1995, 1041 (1043); Stoffels, ZHR 165 (2001), 362 (363); Loges, DB 1997, 965; Fleischer/Körber, BB 2001, 841 (842); Hölters/Hölters, § 93 AktG Rz. 177.

7 Hölters/Hölters, § 93 AktG Rz. 177; Holzapfel/Pöllath, Unternehmenskauf in Recht und Praxis, Rz. 48; Vogt, DStR 2001, 2027 (2031).

8 Hölters/Hölters, § 93 AktG Rz. 177; Holzapfel/Pöllath, Rz. 48; Beisel in Beisel/Klumpp, § 2 Rz. 9.

9 Böttcher, NZG 2005, 49 (50); Böttcher, ZGS 2007, 20 (22); Merkt, WiB 1996, 145 (148); Vogt, DStr 2001, 2027 (2031).

10 Holzapfel/Pöllath, Rz. 48; Fleischer/Körber, BB 2001, 841 (845); Werner, ZIP 2000, 989 (990); Loges, DB 1997, 965 (968).

beim Unternehmenskauf. Insbesondere die unterschiedlichsten Ausprägungen von Due Diligence-Checklisten zeigen, dass sich die Art und der Umfang einer Due Diligence nach den Umständen des Einzelfalls richten.¹¹ Der Annahme einer Verkehrssitte steht auch entgegen, dass die Frage, ob und in welchem Umfang eine Due Diligence durchgeführt werden soll, nicht selten Gegenstand heftiger Auseinandersetzungen zwischen Käufer und Verkäufer ist.¹² Im Übrigen kommt der Vorstand des Targets im Rahmen einer Due Diligence seinen Geschäftsleiterpflichten gegenüber der eigenen Gesellschaft nach und nicht einer angeblich existierenden Verkehrssitte.¹³ Die Durchführung einer spezifischen Due Diligence ist demnach nicht zur Verkehrssitte geworden. Die gesetzlichen Gewährleistungsansprüche des Erwerbers bleiben demnach auch ohne Due Diligence erhalten.

2. Aktienrechtliche Besonderheiten

- 12.15 Nach Ansicht der **LG Hannover und Frankfurt** soll der Vorstand einer Aktiengesellschaft dazu verpflichtet sein, die Vermögensverhältnisse einer zur Übernahme anstehenden Gesellschaft vor Erwerb gründlich zu prüfen, wenn er eine Haftung nach § 93 Abs. 2 Satz 1 AktG vermeiden will.¹⁴ Auch in der Literatur wird eine Sorgfaltspflicht des Vorstands, vor einem Unternehmenskauf eine Due Diligence durchzuführen, teilweise bejaht.¹⁵ Begründet wird dies mit den erheblichen Risiken beim Unternehmenskauf und der Gefahr der Vernichtung von Ressourcen für das übernehmende Unternehmen. Der Vorstand überschreite seinen Gestaltungsspielraum, wenn er Entscheidungen ohne eine entsprechende Informationsgrundlage treffe.
- 12.16 Dieser Auffassung ist mit der herrschenden Meinung¹⁶ nicht zuzustimmen. Ausgangspunkt für die Diskussion der Vorstandspflichten im Rahmen einer Due Diligence ist die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters nach § 93 Abs. 1 Satz 1 AktG. Die Eigenverantwortlichkeit des Vorstands bei der Wahrnehmung unternehmerischer Aufgaben und Ziele schließt notwendig einen eigenen unternehmerischen Ermessensspielraum ein, ohne den eine unternehmerische Tätigkeit nicht möglich ist.¹⁷ Die Entscheidung über den Erwerb eines Unternehmens oder einer Beteiligung ist eine **unternehmerische Entscheidung**, bei der dem Vorstand der Erwerbergesellschaft ein **unternehmerisches Ermessen** zusteht.¹⁸ Es gilt die **Business Judgement Rule**. Der Vorstand muss daher annehmen können, auf der Grundlage angemessener Informationen zum Wohl der Gesellschaft zu handeln. Er muss alle ihm

11 *Fleischer/Körber*, BB 2001, 841 (846).

12 *Werner*, ZIP 2000, 989 (990); *Loges*, DB 1997, 965 (968).

13 *Fleischer/Körber*, BB 2001, 841 (846).

14 LG Hannover v. 23.2.1977 – 1 O 123/75 – Kämmerei Döhren AG, AG 1977, 198 (200); LG Frankfurt v. 7.10.1997 – 3/11 O 44/96, AG 1998, 488 ff.

15 U.a. *Hauschka*, AG 2004, 461 (465) (grds. Pflicht zur Durchführung); *Kiethe*, NZG 1999, 976 (982); *Lutter*, ZIP 2007, 841 (844) (Due Diligence erforderlich bei Erwerb eines Unternehmens für 100 Mio. US-\$); *Stoffels*, ZHR 165 (2001), 363 (368) und Fn. 27; wohl auch *Ulmer*, DB 2004, 859 (860); *Werner*, ZIP 2000, 989 (990, 994) (grds. Pflicht zur Durchführung einer Due Diligence, soweit nicht unmöglich).

16 Hölters/Hölters, § 93 AktG Rz. 179; u.a. *Fleischer/Körber*, BB 2001, 841 (847); *Hemeling*, ZHR 169 (2005), 274 (277); *Liesel/Theusinger*, BB 2007, 71 (72).

17 Hölters/Hölters, § 93 AktG Rz. 179; BGH v. 21.4.1997 – II ZR 175/95 – ARAG/Garmenbeck, BGHZ 135, 244 (253) = AG 1997, 377 = MDR 1997, 663; BGH v. 23.6.1997 – II ZR 132/93 – Siemens/Nold II, BGHZ 136, 133 (140) = AG 1997, 465.

18 Hölters/Hölters, § 93 AktG Rz. 179; *Böttcher*, NZG 2007, 481 (482); *Spindler* in MünchKomm/AktG, § 93 AktG Rz. 102.

zur Verfügung stehenden Erkenntnisquellen ausschöpfen und eine Bewertung der Chancen und Risiken vornehmen.¹⁹ Zu diesem Ermessensspielraum gehört neben dem bewussten Ein gehen geschäftlicher Risiken auch die Gefahr von Fehlbeurteilungen und Fehleinschätzungen. Der Vorstand darf hierbei allerdings keine überspannte Risikobereitschaft zeigen. Ebenso wenig darf er sein Ermessen unterschreiten. Er muss demnach unternehmerische Chancen suchen und nutzen.²⁰

Entscheidend ist damit, ob der Vorstand einer Aktiengesellschaft die Grenzen seines Ermessensspielraumes unzulässigerweise überschreitet, wenn er einen Unternehmenskauf vor nimmt, ohne zuvor eine Due Diligence des Targets durchzuführen. Diese Frage ist nur im Einzelfall zu beantworten. Der Vorstand muss sich deshalb vor dem Unternehmenskauf ver schiedene Fragen stellen. Der Erwerb des Zielunternehmens muss zunächst strategisch sinn voll sein. Weiterhin muss der zu zahlende Kaufpreis in angemessenem Verhältnis zu den Gewinnchancen bei Erwerb des Unternehmens stehen.²¹ Der Vorstand hat somit das Ziel unternehmen zu bewerten. Er hat dabei das Zielunternehmen zu analysieren und zu prüfen, ob die Finanz-, Vermögens- und Ertragslage der Zielgesellschaft mit den ihm öffentlich zugänglichen Informationen (insbesondere Jahresabschluss) und den vom Verkäufer erlangten Informationen in Einklang steht. Dies kann dazu führen, dass er dazu verpflichtet ist, vor Abschluss eines Unternehmenskaufvertrages eine sorgfältige und umfangreiche Due Diligence bei dem Zielunternehmen durchzuführen.²² Eine solche Verpflichtung liegt zumindest nahe, wenn ein Unternehmen aus der Insolvenz erworben wird.²³ Die Verpflichtung zur Durchführung einer Due Diligence besteht jedoch nicht ausnahmslos. Es kann die Situation eintreten, dass dem Erwerbsinteressenten eine Due Diligence nicht gestattet ist. In diesem Falle von ei nem Erwerb des Unternehmens oder der Beteiligung abzusehen, könnte unter Umständen die falsche unternehmerische Entscheidung sein.²⁴ Die mit dem Zielunternehmen verbundenen zusätzlichen Erwerbschancen können so vielversprechend sein und das voraussichtliche Risiko kann so gering sein, dass der Vorstand auch ohne vorherige Due Diligence den Erwerb vor nimmt. In diesem Fall wird der Vorstand vorhandene Risiken durch einen umfangreichen Garantiekatalog im Unternehmenskaufvertrag abzusichern versuchen. Ein solches Risiko kann bei Erwerb einer Beteiligung an einer inländischen Aktiengesellschaft, die strengen Veröffent lichungspflichten unterliegt, geringer sein als beim Erwerb eines in- oder ausländischen Unternehmens in einer Rechtsform mit geringeren Veröffentlichungspflichten.²⁵ Es mag weiter im Rahmen des unternehmerischen Ermessens liegen, von einer umfangreichen Due Diligence abzusehen, wenn es sich bei dem zu erwerbenden Unternehmen um ein im Verhältnis zur Erwerbgesellschaft sehr kleines Unternehmen mit begrenzten Risiken handelt²⁶ und die Kosten einer Due Diligence unverhältnismäßig hoch gegenüber dem aufzuwendenden Kaufpreis wären.²⁷ Sofern der Vorstand über eine ausreichende Tatsachengrundlage verfügt, die auch außerhalb eines formalen Due Diligence-Verfahrens gewonnen werden kann, und der Vorstand in der Lage ist, Chancen und Risiken der Transaktion umfassend abzuwagen, kön nen durch den Verzicht auf eine Due Diligence erhebliche Kosten gespart werden. Will bei

12.17

19 Strenger BGH v. 14.7.2008 – II ZR 202/07, NZG 2008, 705 (706) (für GmbH-Geschäftsführer).

20 Spindler in MünchKomm/AktG, § 93 AktG Rz. 57.

21 Hölters/Hölters, § 93 AktG Rz. 180.

22 Hölters/Hölters, § 93 AktG Rz. 180.

23 OLG Oldenburg v. 22.6.2006 – I U 34/03, GmbHR 2006, 1263 = NZG 2007, 434 (436 f.).

24 Hölters/Hölters, § 93 AktG Rz. 180; a.A. Kiethe, NZG 1999, 976 (983).

25 Hölters/Hölters, § 93 AktG Rz. 180.

26 Spindler in MünchKomm/AktG, § 93 AktG Rz. 102.

27 Liese/Theusinger, BB 2007, 71 (72).

spielsweise die Aktiengesellschaft einen Zulieferer erwerben, mit dem über Jahre hinweg umfassende Geschäftsbeziehungen bestanden, so dass der Vorstand über ausreichende Informationen über das Target verfügt, ist eine kostenintensive Due Diligence nicht zwingend erforderlich. Weiter kann es im Einzelfall im Rahmen des dem Vorstand zustehenden unternehmerischen Ermessens liegen, auf die Due Diligence zu verzichten, weil bei ihrer Durchführung durch Kenntnis verschiedener Mitarbeiter oder erheblichen Zeitablaufes die Transaktion gefährdet und damit eine bevorstehende Geschäftschance ungenutzt bliebe.²⁸ In jedem Fall ist es für den Vorstand empfehlenswert, die wesentlichen Gründe seiner Ermessentscheidung und das Ergebnis der Prüfung zu dokumentieren, um sich im Haftungsfall entlasten zu können.²⁹ Ist dem Vorstand die Durchführung einer Due Diligence vom Zielunternehmen verweigert worden, hat er diese nach dem Erwerb **unverzüglich nachzuholen**, damit eventuelle Gewährleistungs- oder Garantieansprüche aus dem Erwerbsvertrag geltend gemacht werden können.³⁰

- 12.18 Wenn Vorstand oder Geschäftsführung des Zielunternehmens eine Due Diligence zulassen, diese zeitlich möglich ist und der damit verbundene finanzielle Aufwand nicht außer Verhältnis zum Kaufpreis liegt, ist jedoch im Regelfall kein Grund denkbar, der in Ausübung des unternehmerischen Ermessens eine Entscheidung, von einer Due Diligence abzusehen, rechtfertigen würde.³¹ Das Risikopotential bei Unternehmenskäufen liegt in der Regel in der Investitionssumme und den gewachsenen und unter Umständen nicht mehr zeitgemäßen Strukturen des zu erwerbenden Unternehmens sowie in den unerkannten Mängeln des Kaufobjektes. Auch die Vernichtung von Ressourcen auf Seiten des übernehmenden Unternehmens ist eine praxisrelevante Gefahr.³² Zudem droht die Haftung für Altverbindlichkeiten des übernommenen Unternehmens aus vertraglicher Verpflichtung oder aus Gesetz, beispielsweise die Haftung des Betriebsübernehmers nach § 75 AO oder aufgrund Betriebsübergangs gem. § 613a BGB. Das bewusste Eingehen dieser Risiken wird in der Regel nicht dem Gesellschaftswohl dienen. Der Vorstand der erwerbenden Aktiengesellschaft ist dann verpflichtet, zur Vermeidung eigener Haftungsrisiken eine Due Diligence durchzuführen.
- 12.19 Im Ergebnis wird der Vorstand einer Erwerber-AG nur in **Ausnahmefällen** von einer Due Diligence absehen können. Bei größeren Transaktionen oder erheblichen Haftungsrisiken ist der Vorstand im Regelfall verpflichtet, eine Due Diligence vor dem Unternehmenskauf durchzuführen.
- 12.20 Wenn der Käufer die durch die Due Diligence-Prüfung erlangten Daten nicht für den Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren der Zielgesellschaft außerhalb des geplanten Erwerbs nutzt, sondern die neu erlangten Informationen über die Zielgesellschaft ausschließlich für die Ausgestaltung des Kaufvertrages verwendet, liegt keine nach § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG a.F. bzw. Art 14 MAR verbotene **Verwendung von Insiderinformationen** vor.³³ Das gilt ebenfalls, wenn ein Kaufinteressent die Entscheidung zum Erwerb nach der Due Diligence-Prüfung revidiert.³⁴ Ungeachtet dessen, dass sich bereits aus aktienrechtlichen Gründen eine sorgfältige

28 Hölters/Hölters, § 93 AktG Rz. 181; LG Frankfurt v. 7.10.1997 – 3/11 O 44/96, AG 1998, 488 = ZIP 1998, 641 (644).

29 Spindler in MünchKomm/AktG, § 93 AktG Rz. 102.

30 LG Frankfurt v. 7.10.1997 – 3/11 O 44/96, AG 1998, 488 = ZIP 1998, 641 (644).

31 Hölters/Hölters, § 93 AktG Rz. 181.

32 Werner, ZIP 2000, 989 (991); Kiethe, NZG 1999, 976 (981).

33 Assmann in Assmann/Uwe H. Schneider, § 14 WpHG Rz. 163.

34 Assmann in Assmann/Uwe H. Schneider, § 14 WpHG Rz. 45; Hasselbach, NZG 2004, 1087 (1091).

Dokumentation von Vorstandentscheidungen empfiehlt, sollte der bereits vor der Durchführung der Due Diligence gefasste Kaufentschluss aus wertpapierhandelsrechtlichen Beweiszwecken hinreichend dokumentiert werden.³⁵

III. Target-AG und Due Diligence

1. Unterschiede der Informationserteilung bei GmbH und AG

Ein überaus praxisrelevantes Problem sind die Grenzen der Erteilung von Informationen durch den Vorstand des Targets im Rahmen einer Due Diligence. Dies wird deutlich bei einem Vergleich der aktienrechtlichen Bestimmungen mit dem **GmbH-Recht**. Den Gesellschaftern einer GmbH stehen weitgehende Informationsrechte zu. Nach § 51a GmbHG hat die Gesellschaft den Gesellschaftern, also auch dem Veräußerer, auf Verlangen unverzüglich Auskunft über die Angelegenheiten der Gesellschaft zu geben sowie die Einsicht in die Gesellschaftsunterlagen zu gestatten. Allenfalls die Weitergabe der erlangten Information durch den Veräußerer an den potentiellen Erwerber ist rechtlich problematisch.³⁶

Die Informationserteilung durch den Vorstand einer Target-AG ist hingegen problematisch, da das **Aktiengesetz** der Informationspreisgabe durch den Vorstand gesellschaftsrechtliche Grenzen setzt. § 93 Abs. 1 Satz 3 AktG verpflichtet die Vorstandsmitglieder, über vertrauliche Angaben und Geheimnisse der Gesellschaft, namentlich Betriebs- oder Geschäftsgeheimnisse, die ihnen durch ihre Tätigkeit im Vorstand bekannt geworden sind, Stillschweigen zu bewahren. Wird die Verschwiegenheitspflicht verletzt, haftet das jeweilige Vorstandsmitglied nach § 93 Abs. 2 Satz 1 AktG auf Schadensersatz. Darüber hinaus kann die Verletzung der Schweigepflicht zu einem Widerruf der Bestellung als Mitglied des Vorstands nach § 84 Abs. 3 AktG und zu einer Kündigung des Anstellungsvertrags führen.

Nach § 404 AktG ist die unbefugte Offenbarung von Geschäftsgeheimnissen zudem **unter Strafe** gestellt. Einem Vorstandsmitglied ist es verboten, ein Geheimnis der Gesellschaft, namentlich ein Betriebs- oder Geschäftsgeheimnis, das ihm in seiner Eigenschaft als Vorstandsmitglied bekannt geworden ist, unbefugt zu offenbaren. Handelt es sich beim Target um eine börsennotierte Aktiengesellschaft, ist zusätzlich zu beachten, dass die Vorstandsmitglieder nach § 13 Abs. 1 Nr. 1 WpHG a.F. Primärinsider sind. Die Vorstandsmitglieder dürfen demnach nicht unbefugt Insiderinformationen mitteilen oder zugänglich machen. Ein Verstoß führt zur Strafbarkeit nach § 38 Abs. 1 Nr. 2 i.V.m. § 39 Abs. 2 Nr. 3, § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG a.F. bzw. Art. 14 MAR.

2. Grenzen der Informationserteilung

Der Kaufinteressent verfügt über keine originären Informationsansprüche gegenüber dem Target, da sein Vertragspartner nicht die Target-AG selbst, sondern der veräußerungswillige Aktionär ist.

Das **Auskunftsrecht des veräußerungswilligen Aktionärs** ist nach § 131 AktG in mehrfacher Hinsicht beschränkt. Das Auskunftsrecht kann nur im Rahmen der Hauptversamm-

³⁵ Assmann in Assmann/Uwe H. Schneider, § 14 WpHG Rz. 165.

³⁶ Dafür Werner, ZIP 2000, 989 (992); Götze, ZGR 1999, 202 (210); Ziegler, DStR 2000, 249 (250); dagegen Hüffer in Ulmer/Habersack/Winter, § 51a GmbHG Rz. 11; K. Schmidt in Scholz, § 51a GmbHG Rz. 13.

Anhang A

Vertragsbeispiele

	Seite		Seite
I. Kauf sämtlicher Anteile einer GmbH (Weber)	1519	M 3 Unterrichtung der Arbeitnehmer wegen Betriebsübergang...	1544
M 1 Geschäftsanteilskauf- und Abtretungsvertrag	1519		
II. Kauf durch Übertragung von Wirtschaftsgütern und Verbindlichkeiten – „Asset Deal“	1539		
1. Kaufvertrag (Weber)	1539	III. Limited Partnership Interest and Share Purchase Agreement (Henrich)	1550
M 2 Kauf durch Übertragung von Wirtschaftsgütern und Verbindlichkeiten – „Asset Deal“	1539	M 4 Limited Partnership Interest and Share Purchase Agreement ..	1550
2. Unterrichtung der Arbeitnehmer wegen Betriebsübergang (von Steinau-Steinrück/Thees)	1544	IV. Vertraulichkeitsvereinbarung (Weber)	1575
		M 5 Vertraulichkeitsvereinbarung ..	1575
		V. Erwerb eines in der Insolvenz befindlichen Unternehmens (Buchta) ..	1578
		M 6 Unternehmenskaufvertrag	1578

I. Kauf sämtlicher Geschäftsanteile einer GmbH

M 1 Geschäftsanteilskauf- und Abtretungsvertrag

Geschäftsanteilskauf- und Abtretungsvertrag

zwischen

der

1. A-GmbH

(„Käuferin“)

und

2. Herrn B

(„Verkäufer“)

Inhaltsverzeichnis

[...]

Anlagenverzeichnis

[...]

Liste der Definitionen

[...]

Präambel

- (A) Die Käuferin ist eine ordnungsgemäß nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in [...], eingetragen beim Handelsregister des Amtsgerichts [...] unter HRB [...].
- (B) Der Verkäufer ist der alleinige Gesellschafter und alleinige Geschäftsführer der C-GmbH („Gesellschaft“).
- (C) Der Verkäufer beabsichtigt, seinen Geschäftsanteil an der Gesellschaft nach den Bestimmungen dieses Geschäftsanteilskauf- und Abtretungsvertrags („Vertrag“) an die Käuferin zu veräußern.
- (D) Die Käuferin beabsichtigt, den Geschäftsanteil an der Gesellschaft vom Verkäufer zu erwerben.
- (E) Der Verkäufer wird nach Maßgabe des als Anlage (E) diesem Vertrag im Entwurf beigefügten Geschäftsführerdienstvertrags („Neuer Geschäftsführerdienstvertrag“) unter gleichzeitiger Aufhebung seines derzeit bestehenden Geschäftsführerdienstvertrags mit der Gesellschaft zunächst bis zum [...] weiterhin als Geschäftsführer der Gesellschaft tätig sein.

Dies vorausgeschickt, vereinbaren der Verkäufer und die Käuferin (zusammen die „Parteien“ oder einzeln „Partei“) Folgendes:

1. Gesellschaftsrechtliche Verhältnisse

- 1.1 Die Gesellschaft ist eine ordnungsgemäß nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in [...], eingetragen beim Handelsregister des Amtsgerichts [...] unter HRB [...].
- 1.2 Das Stammkapital der Gesellschaft beträgt 25.000 Euro und besteht aus einem einzigen Geschäftsanteil im Nennbetrag von 25.000 Euro. Ein Widerspruch ist der im Handelsregister aufgenommenen und in Kopie als Anlage 1.1 beigefügten Gesellschafterliste nicht zugeordnet.
- 1.3 Die Gesellschaft ist weder direkt noch indirekt an anderen Gesellschaften beteiligt, noch werden für die Gesellschaft Beteiligungen treuhänderisch gehalten.

2. Verkauf und Abtretung des Ziel-Geschäftsanteils

- 2.1 Der Verkäufer verkauft hiermit den Ziel-Geschäftsanteil an die Käuferin. Die Käuferin nimmt den Verkauf des Ziel-Geschäftsanteils hiermit an. Der Verkauf erstreckt sich auf alle mit dem Ziel-Geschäftsanteil verbundenen Ansprüche und sonstigen Rechte, insbesondere auf das Gewinnbezugsrecht für die nach dem 31.12.2017 („Bilanzstichtag“) endenden Geschäftsjahre. § 101 BGB ist ausgeschlossen.
- 2.2 Der Verkäufer tritt hiermit den Ziel-Geschäftsanteil nebst allen mit diesem verbundenen Ansprüchen und sonstigen Rechten an die dies hiermit annehmende Käuferin ab. Die vorstehende Abtretung erfolgt unter der aufschiebenden Bedingung der vollständigen Zahlung des Treuhandbetrags und des Vorläufigen Auszahlungsbetrags nach Maßgabe der Klauseln 5.3.2 und 5.3.3.
- 2.3 Die Ehefrau des Verkäufers, Frau [...], hat ihre Zustimmung im Sinne von § 1365 Abs. 1 BGB zu dem Verkauf und der Abtretung des Ziel-Geschäftsanteils des Verkäufers sowie allen Rechten des Verkäufers hieran gemäß der als Anlage 2.3 beigefügten notariell beglaubigten Zustimmungserklärung erteilt.
- 2.4 Die gemäß § [...] des Gesellschaftsvertrags der Gesellschaft erforderliche schriftliche Zustimmung der Gesellschaft zur Veräußerung des Ziel-Geschäftsanteils an die Käuferin wurde ausweislich der als Anlage 2.4 beigefügten Erklärung des alleinigen Geschäftsführers erteilt.

3. Kaufpreis

- 3.1 Der von der Käuferin zu zahlende Kaufpreis für den Ziel-Geschäftsanteil beträgt [...] (in Worten: [...]) Euro („**Kaufpreis**“). Der Kaufpreis ist ein Festkaufpreis, der keiner Anpassung unterliegt. Die Regelungen in den Klauseln 10.14 und 14.3 bleiben hiervon unberührt.
- 3.2 Die Parteien gehen übereinstimmend davon aus, dass bei der in diesem Vertrag vorgesehnen Transaktion keine Umsatzsteuer anfällt. Keine der Parteien wird zur Umsatzsteuer optieren. Für den Fall, dass die zuständige Finanzbehörde anderer Auffassung sein sollte, versteht sich der Kaufpreis zuzüglich gesetzlicher Umsatzsteuer sowie zuzüglich eventueller diesbezüglicher Zinsen. Die Käuferin ist verpflichtet, die betreffenden zusätzlichen Beträge (d. h. Umsatzsteuer nebst eventueller Zinsen) binnen zehn Bankarbeitstagen nach Erhalt einer Kopie des Steuerbescheides, der die betreffende Steuerpflicht festsetzt, und einer diesbezüglichen Rechnung in Übereinstimmung mit den Anforderungen des Umsatzsteuergesetzes, an den Verkäufer zu zahlen.
- 3.3 Für Zahlungen der Käuferin und des Verkäufers gelten die folgenden Regelungen:
- 3.3.1 Alle Zahlungen der Käuferin an den Verkäufer sind auf dessen Konto (IBAN: [...]) bei der [...] („**Verkäuferkonto**“) frei von Kosten und Gebühren vorzunehmen.
 - 3.3.2 Alle Zahlungen des Verkäufers an die Käuferin sind auf deren Konto (IBAN: [...]) bei der [...] („**Käuferkonto**“) frei von Kosten und Gebühren vorzunehmen.
 - 3.3.3 Für die Rechtzeitigkeit von Zahlungen nach diesem Vertrag kommt es auf den Zeitpunkt der Gutschrift auf dem jeweiligen Empfängerkonto an. Sämtliche mit einer Zahlung verbundenen Kosten und Gebühren trägt der Leistende.
- 3.4 Das Recht einer Partei zur Aufrechnung gegenüber Zahlungsansprüchen der anderen Partei aus diesem Vertrag oder zur Ausübung eines Zurückbehaltungsrechts ist ausdrücklich ausgeschlossen, es sei denn, es handelt sich um Ansprüche, die unstreitig sind oder über die rechtskräftig entschieden worden ist.

4. Treuhandkonto

- 4.1 Vor dem Vollzugstag werden der Verkäufer und die Käuferin den amtierenden Notar („**Treuhänder**“) anweisen, ein Treuhandkonto zugunsten des Verkäufers und der Käuferin einzurichten („**Treuhandkonto**“), auf das die Käuferin einen Betrag in Höhe [...] (in Worten: [...]) Euro („**Treuhandbetrag**“) nach Maßgabe von Klausel 5.3.2 zu zahlen hat.
- 4.2 Der Treuhandbetrag dient als Sicherheit der Käuferin für sämtliche etwaigen Ansprüche der Käuferin gegenüber dem Verkäufer aus oder im Zusammenhang mit diesem Vertrag.
- 4.3 Der nicht in Anspruch genommene Treuhandbetrag ist 18 Monate nach dem Vollzugstag¹ entsprechend den Bestimmungen des von den Parteien und dem Treuhänder vor dem Vollzugstag abzuschließenden Treuhandvertrags, der im Wesentlichen dem als **Anlage 4.3** beigefügten Entwurf zu entsprechen hat („**Treuhandvertrag**“), freizugeben und an den Verkäufer auszuzahlen.

5. Vollzug des Vertrags

- 5.1 Dieser Vertrag soll am fünften Bankarbeitstag nach dem Tag, an dem die Vollzugsvoraussetzung eingetreten ist („**Vollzugstag**“), in [...], vollzogen werden. Die Parteien können auch einen anderen Tag als Vollzugstag sowie einen anderen Ort für die Vornahme der Vollzugs-handlungen vereinbaren.

1 Ggf. Sonderregelungen im Hinblick auf längere Auszahlungsfristen für Teilbeträge für Sonderthe-men, z.B. Steuerfreistellungen.