

# Handbuch Unternehmenskauf

Bewertung • Finanzierung • Steuern • Arbeitsrecht • Kartellrecht • Vertragsgestaltung • Öffentliche Übernahmen.  
Besonderheiten bei Aktiengesellschaften, Immobilien, Insolvenz und im internationalen Rechtsverkehr.  
Vertragsbeispiele und Checklisten

von

RA Dr. Wolfgang Hölters, RA Dr. Thomas Thees, RAin Dr. Tanja Hölters, WP/StB Dipl.-Kfm. Stefan Blum, RA Dr. Stefan Weinheimer, RA Prof. Dr. Robert von Steinau-Steinrück, RA Prof. Dr. Olaf Müller-Michaels, RA Dr. Martin Bouchon, Prof. Dr.-Ing. Kai Lucks, RA Jochim Sedemund, RA Prof. Dr. Jobst-Hubertus Bauer, RA Dr. Jens Buchta, RA Dr. Holger Franz, RAin/StBin Dr. Heide Gröger, Gerrit Raupach, WP/StB Prof. Dr. Friedhelm Sahner, RA Dr. Franz-Jörg Semler, RA Dr. Christoph F Wetzler, WP/StB Dipl.-Kfm. Bernd Widmann

7. neu bearbeitete und erweiterte Auflage 2010

[Handbuch Unternehmenskauf – Hölters / Thees / Hölters / et al.](#)

schnell und portofrei erhältlich bei [beck-shop.de](#) DIE FACHBUCHHANDLUNG

Thematische Gliederung:

[Handels- und Wirtschaftsrecht](#)

Dr. Otto Schmidt Köln 2010

Verlag C.H. Beck im Internet:

[www.beck.de](http://www.beck.de)

ISBN 978 3 504 45556 9

## Leseprobe zu



**Hölter (Hrsg.)**  
**Handbuch Unternehmenskauf, 7. Auflage**

Bewertung • Finanzierung • Steuern • Arbeitsrecht • Kartellrecht •  
Vertragsgestaltung • Öffentliche Übernahmen. Besonderheiten bei  
Aktiengesellschaften, Immobilien, Insolvenz und im internationalen  
Rechtsverkehr. Vertragsbeispiele und Checklisten

7. neu bearbeitete und erweiterte Auflage 2010, 1644 S., Lexikonformat, gbd.,  
ISBN 978-3-504-45556-9 **149.00 € (inkl. MwSt.)**

[www.otto-schmidt.de](http://www.otto-schmidt.de)

---

**Bestellfax 0221 / 9 37 38-943**

**ols** Verlag  
Dr. Otto Schmidt  
Köln

☐ **Ja, ich bestelle** das o.g. Buch mit 14-tägigem Rückgaberecht

zzgl. Versandkosten. / Bei Online-Bestellung versandkostenfrei.

\* Es gelten die aktuellen Ladenpreise zum Zeitpunkt der Bestellung.

**Ihre Adresse:**

Kanzlei/ Firmenstempel

\_\_\_\_\_  
Name

\_\_\_\_\_  
Straße

\_\_\_\_\_  
PLZ

\_\_\_\_\_  
Ort

\_\_\_\_\_  
Telefon

\_\_\_\_\_  
Fax

\_\_\_\_\_  
E-Mail

\_\_\_\_\_  
Datum/Unterschrift

40800101

# Teil I

## Mergers & Acquisitions

Dr. Wolfgang Hölters

### Inhaltsverzeichnis

|                                                                   | Rz. |                                                                     | Rz. |
|-------------------------------------------------------------------|-----|---------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>A. Bedeutung und Grundfragen</b>                               | 1   | 1. Gesamtverantwortung eines Steering Committees                    | 96  |
| I. Erwerbsobjekte und Erwerbsziele                                | 1   | 2. Die Bedeutung externer Berater                                   | 99  |
| 1. Erwerbsobjekte                                                 | 1   | 3. Die beteiligten Personen in den einzelnen Phasen der Transaktion | 102 |
| 2. Erwerbsziele                                                   | 8   | III. Die Rolle des Anwalts                                          | 116 |
| II. Erwerbswege und Durchführungsformen                           | 21  | 1. Projektmanager statt Vertragstechniker                           | 116 |
| 1. Unternehmenserwerb durch Kauf                                  | 21  | 2. Erstellung und Aktualisierung eines Akquisitionsplanes           | 122 |
| 2. Übernahme über die Börse                                       | 25  | IV. Verhandlungsstrategien                                          | 123 |
| 3. Gesellschaftsrechtliche Auseinandersetzung                     | 30  | V. Besonderheiten beim „grenzüberschreitenden“ Unternehmenskauf     | 129 |
| 4. Umwandlung                                                     | 31  | <b>C. Abwicklung</b>                                                | 131 |
| III. Der Markt für Unternehmen und Beteiligungen                  | 32  | I. Reihenfolge der Abwicklungsschritte                              | 131 |
| 1. Informationsquellen                                            | 32  | 1. Überblick über typische Abläufe                                  | 131 |
| 2. Die Akteure im M&A-Markt                                       | 33  | 2. Zwei Verhandlungspartner                                         | 132 |
| 3. Weltweite Entwicklung und Besonderheiten des deutschen Marktes | 42  | 3. Controlled Auction                                               | 149 |
| IV. Unternehmenskauf als konzernstrategisches Konzept             | 57  | 4. Öffentliche Kaufangebote                                         | 160 |
| V. Unternehmenskauf und Konzentration                             | 64  | II. Due Diligence                                                   | 166 |
| VI. Einfluss des Unternehmenskaufs auf die Führungsstruktur       | 70  | III. Kaufpreis und Bewertung                                        | 170 |
| VII. Management Buy-Out und Leveraged Buy-Out                     | 77  | 1. Bewertung als subjektiver Vorgang                                | 170 |
| 1. Entwicklung in Deutschland und Begriffsdefinition              | 77  | 2. Interne Bewertung im Vorfeld des Unternehmenskaufs               | 174 |
| 2. Rechtliche und steuerrechtliche Probleme                       | 82  | 3. Gemeinsame Bewertungen im Verhandlungsstadium                    | 177 |
| VIII. Unfriendly Takeovers (Feindliche Übernahmen)                | 88  | 4. Kaufpreisfeststellungen oder -korrekturen nach Vertragsabschluss | 179 |
| <b>B. Projektmanagement beim Unternehmenskauf</b>                 | 93  | 5. Negativer Kaufpreis                                              | 183 |
| I. Einleitung                                                     | 93  | IV. Spezifische Käufer- und Verkäuferinteressen                     | 184 |
| II. Organisation des Unternehmenskaufs                            | 96  | V. Unternehmenskauf vor den Gerichten                               | 193 |

**Literatur:** *Beinert/Burmeister/Tries*, Mergers & Acquisitions in Germany, 2009; *Beisel/Klumpp*, Der Unternehmenskauf, 6. Aufl. 2009; *Gran*, Abläufe bei Mergers & Acquisitions, NJW 2008, 1409; *Hannappel/Fresl*, Private Equity, in Schramm/Hansmeyer, Transaktionen erfolgreich managen, 2010, S. 207 ff.; *Holzapfel/Pöllath*, Unternehmenskauf in Recht und Praxis, 13. Aufl. 2008; *Jansen*, Mergers & Acquisitions, 5. Aufl. 2008; *Knott/Mielke*, Unternehmenskauf, 3. Aufl. 2008; *Lucks/Meckl*, Internationale Mergers & Acquisitions, 2002; *Pataki*, Distressed M&A, in Schramm/Hansmeyer, Transaktionen erfolgreich managen, 2010, S. 247 ff.; *Picot*, Wirtschaftliche und wirtschaftsrechtliche Aspekte bei der Planung der Mergers & Acquisitions, in Picot, Handbuch Mergers & Acquisitions, 4. Aufl. 2008, S. 2 ff.; *Picot/Mentz/Seydel*, Die Aktiengesellschaft bei Unternehmenskauf und Restrukturierung, 2003; *Pöllath/Greitemann/Viskorf*, Verkauf von Familienunternehmen, in Festschrift für Rödl, 2008, S. 301; *Rödter/Hötzel/Mueller-Thuns*, Unternehmenskauf, Unternehmensverkauf, Zivilrechtliche und steuerliche Gestaltungspraxis, 2003; *TenBrink/Brodie* (Hrsg.), Mergers & Acquisitions in Europe, 1990 ff., Loseblatt, Stand: November 2002; *Timmreck/Bäzner*, Mergers & Acquisitions als strategisches Instrument im Rahmen der Branchenkonsolidierung, in Picot, Handbuch Mergers & Acquisitions, 4. Aufl. 2008, S. 83 ff.; *Triebel* (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004; *Wollny*, Unternehmens- und Praxisübertragungen, 6. Aufl. 2005. Spezielle Literatur zur Beteiligungspolitik unter Teil I vor Rz. 57.

## A. Bedeutung und Grundfragen

### I. Erwerbsobjekte und Erwerbsziele

#### 1. Erwerbsobjekte

- 1 **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 handlungsmäßiger Sicht – Vorgänge des Inhaberwechsels bei Unternehmen und Beteiligungen.
- 2 Eine einheitliche und anerkannte **Definition des Unternehmensbegriffs** besteht wegen der schillernden Vielfalt dieses wirtschaftlichen und sozialen Komplexes nicht. Nach vielfältigen Definitionsversuchen ist man vielmehr zu der Einsicht gelangt, dass eine Definition nur zielgerichtet für den Zweck der Untersuchung erfolgen kann.<sup>1</sup> 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 Teil VII Rz. 1 und Teil VI Rz. 40 ff.). Unternehmensträger ist der Inhaber sämtlicher positiver oder negativer Vermögenswerte. Es handelt sich dabei um eine natürliche Person, juristische Person oder im

<sup>1</sup> BGH v. 8.5.1979 – KVR 1/78, BGHZ 74, 359 (364); BGH v. 13.10.1977 – II ZR 123/76, BGHZ 69, 334 (335) – VEBA/Gelsenberg; *Hirschmann* in Hölters, Komm. AktG, § 15 AktG Rz. 4; *Hüffer*, § 15 AktG Rz. 7; *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).

Fälle von Personengesellschaften um quasirechtsfähige Personenvereinigungen.

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 Teil IV Rz. 12 ff., Rz. 103 ff., Rz. 245 ff.).

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 in Betracht. Bei einem völligen Wechsel des Unternehmensträgers, d.h. bei Übertragung sämtlicher Anteile, ist dabei in jedem Falle von einem Unternehmenskauf zu sprechen. Dasselbe wird bei der Übertragung eines Prozentsatzes sämtlicher Anteile in einer Höhe gelten, die dem Übernehmer den absoluten unternehmerischen Einfluss gewährt, in der Regel je nach Gesellschaftsform und gesellschaftsrechtlicher Ausgestaltung also bei mehr als 50 %. Bei einer geringeren Beteiligungshöhe sollte man eher von der Veräußerung einer Beteiligung sprechen. Diese nicht nur theoretische Unterscheidung hat sowohl Bedeutung bei der rechtlichen Betrachtung als auch bei der Bewertung (vgl. dazu Teil II und Teil VII Rz. 4 ff.).

Überleitungen der Unternehmensträgerschaft durch Erbfolge (**Universalsukzession**) oder staatliche Eingriffe sind keine Veräußerungsvorgänge.

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 Problemerkörterung müsste also entweder für jeden ausländischen Staat gesondert erfolgen, was den umfangreichen Rahmen dieses Handbuchs sprengen würde, oder sich in nichts sagenden Allgemeinbegriffen erschöpfen. Fälle, in denen ein inländisches Unternehmen bzw. eine inländische Beteiligung von einer ausländischen Rechtspersönlichkeit aufgrund eines nicht der deutschen Rechtsordnung unterstellten Vertrages erworben werden, bleiben für die zivilrechtliche Betrachtung in Teil VII ausgespart (vgl. aber die Vertragsmuster zu Kaufverträgen nach anglo-amerikanischem Muster im Formularteil, S. 1455 ff.). Eine Beschäftigung mit ausländischen Rechtssystemen würde zu der oben genannten Ausuferung führen.

Infolge der Globalisierung der Wirtschaft gibt es kaum ein mittelständisches Unternehmen, das nicht mehrere Tochtergesellschaften oder Beteiligungen im Ausland hält. Für deutsche Großunternehmen ist dies erst recht eine Selbstverständlichkeit. Bei nahezu jedem Unternehmenskauf, bei dem das Objekt

eine volkswirtschaftlich wahrnehmbare Größe aufweist, sind also unterschiedliche Rechts- und Wirtschaftsordnungen betroffen. Die mit einem solchen „grenzüberschreitenden“ Unternehmenskauf verbundenen Besonderheiten werden in Teil XV erörtert.

## 2. Erwerbsziele

- 8 Wendet man sich von dem Veräußerungsobjekt dem **Erwerbsvorgang** und den an diesem beteiligten Personen zu, so können auf Erwerber- und Veräußererseite jeweils unterschiedliche Motive festgestellt werden. Für den Erwerber werden als klassische Ziele die unternehmerische Beteiligung (strategischer Investor) sowie die reine Finanzbeteiligung (Finanzinvestor) genannt.
- 9 Bei einer **Finanzanlage** schließt sich als Form der Durchführung des Erwerbs der Erwerb aller oder der Mehrzahl von einzelnen Vermögensgegenständen aus. Hier werden Beteiligungen regelmäßig unter 50 % oder sogar 25 % des Gesamtkapitals erworben. Finanzbeteiligungen sind häufig bei Versicherungen und Banken, seltener bei privaten Anlegern. Im privaten Anlegerbereich wird unter dem Schlagwort „Venture Capital“ versucht, durch Konstruktion verschiedenster Anlagemodelle einem breiteren Kreis privater Anleger den Gedanken einer unternehmerischen Beteiligung insbesondere in neuen Wirtschaftszweigen, die technologieintensiv sind, nahe zu bringen. Der exakte Prozentsatz der nach dem Erwerb bestehenden Beteiligung ist oft gleichgültig für den Erwerber. Entscheidend ist der Preis und die aus diesem zu erwartende Rendite.
- 10 Finanzanlagen in Unternehmensbeteiligungen wurden traditionell stets als langfristige Anlageformen angesehen. Dieser Grundsatz hat insbesondere durch die Entwicklung der Private Equity Branche (vgl. unten Rz. 55 ff. und Teil XII), Modifizierungen erfahren. Kapitalanlagegesellschaften, aber auch Investmentbanken, traditionelle Geschäftsbanken und andere institutionelle Anleger gehen Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligungen häufiger als **mittelfristiges Engagement** mit dem Ziel ein, sich nach einem Zeitraum von drei bis maximal zehn Jahren wieder von der Beteiligung zu trennen. Die Erwerbsziele der Private Equity-Fondsgesellschaften gehen über die klassische Finanzanlage hinaus. Die Beteiligung beträgt zumeist mehr als 50 %, da der Private Equity-Investor maßgeblichen unternehmerischen Einfluss haben will. Finanzanlage und unternehmerisches Engagement laufen also parallel, um ein möglichst günstiges „Desinvestment“ herbeizuführen. Bei dem „**Desinvestment**“ erhofft sich der Anleger neben den zwischenzeitlich angefallenen und ausgeschütteten laufenden Gewinnen, die aber oft bei der Investitionsentscheidung nur zweitrangig sind, die Realisation einer erheblichen Wertsteigerung. Die Festlegung des Zeitpunkts und der Art und Weise des Desinvestments ist typischerweise einer der zwischen Investor und verbleibenden Gesellschaftern – sei es den verbleibenden Familiengesellschaftern oder einer Managementgruppe – zu regelnden Interessenkonflikte. Das Desinvestment erfolgt zumeist durch
  - Gang an die Börse (wenn es sich um eine Aktiengesellschaft handelt und zum Zeitpunkt des geplanten „exit“ ein entsprechendes Börsenumfeld gegeben ist);

- Veräußerung an industrielle Beteiligungspartner;
- Rückübertragung an Familiengesellschafter oder an die Managementgruppe.<sup>1</sup>

**Beispiel:**

Ein auf einem hochspezialisierten und technologieintensiven Maschinenbausektor tätiges Familienunternehmen hat eine Akquisition größeren Umfangs getätigt. Die Akquisition kann oder soll nicht durch Aufnahme von Fremdmitteln finanziert werden, um zum einen das Risiko in einem erträglichen Rahmen zu halten und zum anderen die Bilanzrelationen nicht zu verschlechtern. Ein Börsengang und die damit verbundene Umwandlung in eine Aktiengesellschaft kommen wegen einer augenblicklich schlechten Börsenverfassung und weil das Unternehmen noch nicht die optimale Größe für die Börseneinführung hat, zurzeit nicht in Betracht. Ein Private Equity-Investor ist bereit, eine Minderheitsbeteiligung an dem Familienunternehmen zu übernehmen. Er erwirbt die Beteiligung zum Teil auf eigenes Risiko, zum Teil sammelt und bündelt er Kapital von institutionellen Anlegern. Es ist der Wunsch beider Seiten, dass die Beteiligung in vier bis acht Jahren wieder abgegeben werden soll („exit“). Geregelt werden müssen in dem Vertragswerk zwischen Kapitalanlagegesellschaft und Familiengesellschaftern die Abgrenzung der gesellschaftsrechtlichen Einflussmöglichkeiten während des Investments und Art und Weise des Desinvestments. Das Thema „Private Equity“ wird in Teil XII ausführlich behandelt.

Bei einem Erwerb, der eine **unternehmerische Einflussnahme** bezweckt (strategisches Investment), ist die Größe der nach dem Erwerb bestehenden Beteiligung bedeutsam. Der Erwerber wird deshalb ausgehend von seiner unternehmerischen Zielsetzung seinen Verhandlungsansatzpunkt bestimmen. Wenn er das Erwerbsobjekt nicht seinem Ziel entsprechend gegenüber dem Veräußerer festzuschreiben vermag, wird er an dem Erwerb kein Interesse mehr haben. 11

Absoluten unternehmerischen Einfluss sichert der Erwerb von **100 % der Anteile** oder sämtlicher oder nahezu sämtlicher Vermögensgegenstände (Aktiva und Passiva sowie sonstige nicht bilanzierbare Vermögensgegenstände). Es kommt also nicht auf die Form der Durchführung des Erwerbsvorganges an. Niedrigere unternehmerische Einflussstufen lassen sich lediglich beim Erwerb von Beteiligungen, nicht jedoch beim Erwerb einzelner Vermögensbestandteile aufzeigen. Hier gibt es nur das „alles oder nichts“, d.h. wenn nicht die wesentlichen Vermögensbestandteile eines Unternehmens erworben werden, z.B. nur eine Lagerhalle oder einzelne Maschinen, kann damit kein unternehmerischer Einfluss auf das bisher vorhandene wirtschaftliche und soziale Gebilde ausgeübt werden. 12

Beim Erwerb einer geringeren als einer hundertprozentigen Beteiligung (Alleinbesitz) werden gemeinhin als Daten für die **Einflussstufen** 75 % (qualifizierte Mehrheit), mehr als 50 % (einfache Mehrheit), mehr als 25 % (Sperrminorität) und weniger als 25 % (einfache Minderheit) genannt. Bei dieser 13

<sup>1</sup> Hannappel/Fresl in Schramm/Hansmeyer, Transaktionen erfolgreich managen, 2010, S. 206 (215); Thun/Timmreck/Keul, Private Equity, 2008, S. 129 ff.

**Teil I****Mergers & Acquisitions**

pauschalen Klassifizierung ist jedoch Vorsicht geboten. Sie gilt ohne größere Einschränkungen nur für Aktiengesellschaften, bei denen nach dem gesetzlichen Bild die Einflussmöglichkeit zur Beteiligungshöhe proportional ist. Ausnahmen gibt es auch bei dieser Gesellschaftsform.

**Beispiel 1:**

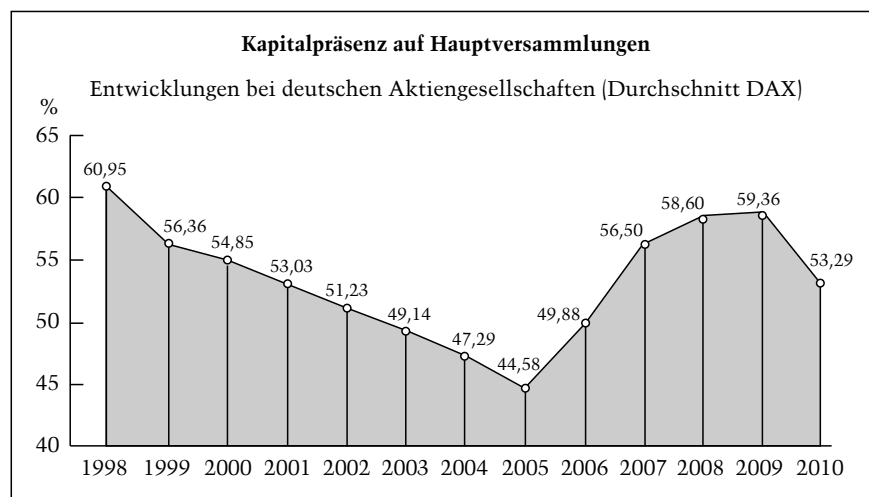
Einem Aktionär oder einer Aktionärsgruppe ist satzungsmäßig das Recht zugestanden, mehrere Aufsichtsratsmitglieder zu entsenden und damit über den Aufsichtsrat einen überproportionalen unternehmerischen oder zumindest Kontroll-einfluss auszuüben.

**Beispiel 2:**

In der Satzung ist ein Höchststimmrecht festgelegt, wonach Stimmrechte nur bis zu einer Beteiligung von 5 % ausgeübt werden dürfen. Zu beachten ist, dass nach § 134 Abs. 1 Satz 2 AktG die Einführung eines Höchststimmrechts nur bei nicht-börsennotierten Gesellschaften möglich ist.

**Beispiel 3:**

Erfahrungsgemäß beträgt die Präsenz der Aktionäre bei Hauptversammlungen börsennotierter deutscher Aktiengesellschaften nicht mehr als 60 % – mit deutlich absteigender Tendenz. Die Kapitalpräsenz bei den Hauptversammlungen der dreißig Dax-Unternehmen lag im Jahr 2009 bei einem Wert von 59,36 % des Grundkapitals. Damit blieb der Zuwachs erstmals seit 2005 unter 1 %, nachdem die Kapitalpräsenz seit 2005 stets deutlich zugenommen hatte.



Quelle: registrar services/www.openpr.de, Pressemitteilung von registrar services GmbH v. 14.6.2010.

Wer bei einer solchen börsennotierten Aktiengesellschaft also mehr als 30 % des Grundkapitals in Händen hat, repräsentiert aller Wahrscheinlichkeit nach die Mehrheit in den Hauptversammlungen. Bereits eine geringere nominelle



Beteiligung am Grundkapital kann faktisch eine Mehrheitsherrschaft in der Hauptversammlung bedeuten, wenn ein grundsätzliches Einvernehmen zwischen dem unternehmerisch Beteiligten und den Banken, welche das Depotstimmrecht für einen Teil des Aktienbesitzes ausüben, besteht. So gibt es einige Beispiele in der deutschen Konzernlandschaft, in denen faktisch Konzerne über mehrere Beteiligungsstufen hinweg jeweils mit einer circa fünfunddreißigprozentigen Beteiligung am Grundkapital geführt werden.

Beim Erwerb einer Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft sind 14 zudem die Regelungen des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG)<sup>1</sup> (vgl. dazu Teil XI) zu beachten. Hiernach folgt aus dem Erwerb einer direkten oder indirekten Beteiligung in Höhe von mindestens 30 % der Stimmrechtsanteile einer Gesellschaft die gesetzliche Verpflichtung, den übrigen Aktionären ein öffentliches Angebot zur Übernahme ihrer Aktien zu machen. Bei Überschreiten der 30 %-Grenze ist es daher nicht möglich, den Erwerb von vornherein auf eine bestimmte Beteiligungshöhe zu beschränken.

Bei allen anderen Gesellschaftsformen, insbesondere bei **Personengesellschaften**, 15 ist der Grad des späteren unternehmerischen Einflusses des Erwerbers nur mit Vorbehalt an der Höhe der kapitalmäßigen Beteiligung zu messen. Die Vertragsfreiheit lässt bei diesen Gesellschaftsformen durch Mehrstimmrechte oder Sonderrechte zur Übernahme der Geschäftsführung mannigfaltige Differenzierungen zu.

#### Beispiel:

Eine Kommanditgesellschaft, die nicht kapitalistisch gestaltet ist, sondern dem gesetzlichen Leitbild entspricht, gewährt dem oder den persönlich haftenden Gesellschaftern den fast unbeschränkten Einfluss, den Kommanditisten nur Kontrollbefugnisse. Die Geschäftsführung und Vertretung wird von dem oder den persönlich haftenden Gesellschafter(n) ausgeübt. Die Kommanditisten haben ein Widerspruchsrecht nur bei außergewöhnlichen Geschäften. Auch dieses Widerspruchsrecht kann gesellschaftsvertraglich noch ausgeschlossen werden. Dabei mögen die persönlich haftenden Gesellschafter an Vermögen sowie Gewinn und Verlust der Gesellschaft nur sehr gering, die Kommanditisten weit überwiegend beteiligt sein.

Neben den klassischen Erwerbszielen der unternehmerischen und der Finanzbeteiligung steht als weitere, nicht so häufige Zielsetzung die **Marktbereinigung** 16 durch Stilllegung des erworbenen Unternehmens.

#### Beispiel:

Ein mittelständisches Familienunternehmen ist durch Misswirtschaft (Management- und Nachfolgeprobleme, veraltete Maschinen, Fehlen eines straffen Vertriebskonzepts, überhöhte Entnahmen) Not leidend geworden. Das Unternehmen ist jedoch in einer Branche tätig, die grundsätzlich als zukunftssträftig angesehen wird. Der kapitalkräftige Mitbewerber, ein Konzernunternehmen, ist bei dieser Situation an einem Erwerb, für den nicht sehr große Summen aufgewandt werden müssen, interessiert. Die Wiederherstellung der Ertragskraft des Unternehmens

<sup>1</sup> Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) v. 20.12.2001 (BGBl. I 2001, 3822), zuletzt geändert durch Art. 3 des Gesetzes v. 30.7.2009 (BGBl. I 2009, 2479).

nach Erwerb wäre aber mit höheren Aufwendungen verbunden als die Aufstockung der eigenen Kapazitäten. Der Erwerber wird das übernommene Unternehmen deshalb liquidieren.

- 17 Wenn in diesem Beispielsfall die Marktbereinigung der Zweck der **Stilllegung** und die Einzelveräußerungen der noch vorhandenen Vermögensgegenstände das notwendige Mittel zur Verfolgung dieses Ziels ist, so kann dieses notwendige Mittel in anderen Fällen der Hauptzweck des Unternehmenskaufs sein.
- 18 Wie auf Erwerberseite durch die **Zielvorstellung** das Objekt der Übertragung definiert wird, so hat auch der **Veräußerer** vor Eintritt in Vertragsverhandlungen ein Interesse, die abzugebende Beteiligung größenordnungsmäßig festzulegen. Bei Kapitalbedarf, aber Wunsch an der Beibehaltung unternehmerischen Einflusses wird er nur eine Minderheitsbeteiligung zulassen. Eine 50:50-Beteiligung wird bei bestehenden Unternehmen selten sein, da ein in diesem Falle notwendiger Pattauflösungsmechanismus der einen oder anderen Seite einen Vorteil geben wird. Paritätische Beteiligungen kommen häufiger bei Neugründungen vor, wenn sich zwei unternehmerische Partner zur Entwicklung und Vermarktung eines neuen technologischen Konzepts zusammenschließen. Daneben entstehen „joint ventures“ öfter durch Ausgliederung eines Teilbetriebes auf eine neugegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung oder Aktiengesellschaft, an der alsdann ein anderer unternehmerischer Partner oder Geldgeber beteiligt wird.
- 19 Selten sind weiter die Fälle, in denen ein Veräußerer eine **Minderheitsbeteiligung** behalten will. Sie gibt ihm keinen nennenswerten unternehmerischen Einfluss mehr. Ein Renditeinteresse kann er meist nur bei einer vertragsmäßig garantierten Rendite wahren, da er subjektiv Sorge vor konzernmäßigen Gewinnverschiebungen haben wird<sup>1</sup> und er objektiv die Investitionspolitik und damit zumindest die kurz- und mittelfristig zu erwartende Rendite nicht mitsteuern kann.
- 20 Eine Minderheitsbeteiligung zu behalten sollte für Gesellschafter eines ehemaligen Familienunternehmens also nur bei sorgfältiger Festlegung der **Minderheitenrechte** und möglichst einer garantierten Dividende in Betracht kommen. Dabei wird sich allerdings der Erwerber fragen müssen, ob er das Unternehmen ohne „Störversuche“ noch so steuern kann, dass der Erwerb für ihn interessant ist.

## II. Erwerbswege und Durchführungsformen

### 1. Unternehmenserwerb durch Kauf

- 21 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.

<sup>1</sup> Klassisches Beispiel aus der Rechtsprechung ist das sog. ITT-Urteil des BGH v. 5.6.1975 – II ZR 23/74, BGHZ 65, 15 = NJW 1976, 191 = BB 1975, 1450 = AG 1976, 16 = WM 1975, 1152 = JZ 1976, 408.

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 Untersuchungen in den übrigen Teilen dieses Handbuches 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 rechtlichen Probleme sind jedoch nahezu identisch mit dem Ausgangsfall des Unternehmenskaufvertrages. 22

Von außerordentlicher Komplexität ist die **Übernahme internationaler Unternehmensgruppen**, d.h. von Konzernen oder Teilen von Konzernen. In diesen Fällen müssen oft eine Vielzahl von Gesellschaften und Betriebsstätten in verschiedenen Ländern übertragen werden. Vor der Übertragung müssen häufig noch Aus- und Eingliederungen von Betriebsteilen erfolgen. Die mit diesen komplexen grenzüberschreitenden Transaktionen verbundenen Problemstellungen werden im Teil XV „Besonderheiten beim grenzüberschreitenden Unternehmenskauf“ geschildert. 23

Ein Unternehmenskauf kann durch **Einbringung** eines Betriebes oder eines Teilbetriebes in eine bereits bestehende oder zu diesem Zweck neugegründete Gesellschaft erfolgen. 24

#### Beispiel 1:

Die A-AG ist mit 100 % aller Aktien alleinige Aktionärin der B-AG mit einem Grundkapital von 120 Mio. Euro. C-GmbH ist Inhaberin einer rechtlich unselbstständigen Produktionsstätte, in der Zubehöerteile für den Produktionsbetrieb der B-AG hergestellt werden. Die A-AG ist an dem Erwerb der Produktionsstätte interessiert. Man einigt sich: Das Grundkapital der B-AG wird um 60 Mio. Euro auf 180 Mio. Euro erhöht. Zur Übernahme der für die Kapitalerhöhung auszugeben den Aktien wird die C-GmbH zugelassen. Die Kapitalerhöhung erfolgt durch Sacheinlage, nämlich durch Einbringung der rechtlich unselbstständigen Produktionsstätte, genauer gesagt durch alle Vermögensgegenstände, die dieser Produktionsstätte zugeordnet werden. Bei rechtlicher Betrachtung handelt es sich um eine Kapitalerhöhung, wirtschaftlich ist hier ein Unternehmen veräußert worden.

#### Beispiel 2:

Die A-AG, ein Stahlunternehmen, hat eine große moderne Verzinkungsanlage errichtet, die unmittelbar an das bisherige Werksgelände angrenzt. Von der Verzinkungsanlage wird künftig eine positive Entwicklung erwartet. Die A-AG macht, da zur Zeit des Baus der Anlage die Stahlkrise einsetzte, existenzbedrohende Verluste. Sie muss sich deshalb entschließen, sich von der Verzinkungsanlage teilweise zu trennen. Das Maschinenbauunternehmen B-AG interessiert sich für die Verzinkungsanlage. Die Anlage wird deshalb als Teilbetrieb auf eine neugegründete C-GmbH ausgegliedert. Die B-AG erwirbt 50 % der Anteile an der C-GmbH. Zur Durchführung dieses klassischen Gemeinschaftsunternehmens (joint venture)

werden ein Rahmenvertrag, der sämtliche zu treffenden Regelungen zusammenfasst, sowie als ausfüllende Einzelverträge der Gesellschaftsvertrag, Kauf- und Übertragungsvertrag für die GmbH-Geschäftsanteile, Pachtvertrag über das im Eigentum der A-AG verbleibende Betriebsgrundstück, Anstellungsverträge für die Geschäftsführer sowie Lieferungs- und Leistungsverträge mit beiden Muttergesellschaften abgeschlossen. Der Kauf- und Übertragungsvertrag für die Geschäftsanteile ist bei dieser wirtschaftlichen Situation nur Teil eines Gesamtvertragspaketes. Die wichtigsten Regelungen sind sämtlich im Rahmenvertrag enthalten, der eine Klausel enthält, wonach Rahmenvertragsbestimmungen etwa widersprechenden Bestimmungen der Einzelverträge vorgehen.

## 2. Übernahme über die Börse

- 25 Übernahmen von Beteiligungen über die **Börse** kommen nur bei Aktiengesellschaften in Betracht.<sup>1</sup> Bei börsennotierten Aktiengesellschaften können Beteiligungen in verschiedenen Formen erworben werden:
- im Wege eines öffentlichen Übernahmeangebotes über die Börse;
  - durch Paketverkauf vom bisherigen Paketinhaber;
  - durch gezielte Zukäufe über die Börse.
- 26 In der Mehrzahl aller Fälle werden unternehmerische Beteiligungen auch bei börsennotierten Aktiengesellschaften nicht über die Börse, sondern in Form von Paketkäufen durch Verhandlungen und abschließende Kaufverträge mit dem bisherigen Paketinhaber erworben. Der Übernahmeinteressent kann den verbleibenden Aktionären nach einem Paketkauf ein öffentliches Übernahmeangebot nach Maßgabe der Regelungen des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) unterbreiten (vgl. dazu im Einzelnen Teil XI). Nach den Regelungen des WpÜG ist ein Bieter, der auf der Grundlage eines öffentlichen Übernahmeangebots die Kontrolle, das heißt mindestens 30 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft erwerben will, zur Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebotes verpflichtet, das auf den Erwerb sämtlicher Aktien der Zielgesellschaft gerichtet ist.
- 27 Für größere Aufmerksamkeit in der jüngeren Vergangenheit haben Übernahmeversuche durch öffentliche Übernahmeangebote gesorgt. Die lebhafteste Übernahmeschlacht Mannesmann AG/Vodafone AirTouch ist noch im öffentlichen Bewusstsein verankert. Als weiteres medienträchtiges Beispiel sind die Übernahme der Continental AG durch die Schaeffler KG zu nennen sowie das Übernahmeangebot der Porsche AG gegenüber der VW AG. Darüber hinaus sind zu nennen das öffentliche Übernahmeangebot der Deutsche Postbank AG an die Aktionäre der DSL Holding AG, das öffentliche Übernahmeangebot der Allianz AG an die Aktionäre der Dresdner Bank AG aus Mai 2001, das öffentliche Übernahmeangebot der Münchener Rück Versicherungs-AG an die Aktionäre der ERGO Versicherungsgruppe AG, das öffentliche Übernahmeangebot der Procter & Gamble Germany Management GmbH an die Aktionäre der

<sup>1</sup> Zur aktuellen Literatur nach In-Kraft-Treten des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes vgl. Teil XI.

Wella AG aus März 2003, das Kaufangebot der Finanzierungsgesellschaft Blackstone an die Aktionäre der Celanese AG im Wert von rund 3,1 Mrd. Euro aus Dezember 2003, das Angebot der Carlsberg Deutschland GmbH an die Aktionäre der Holsten Brauerei AG aus Januar 2004 sowie aus jüngster Vergangenheit die öffentlichen Übernahmeangebote der Software AG an die Aktionäre der IDS Sheer AG und der Robert Bosch GmbH an die Aktionäre der aleo solar AG. Aus dem angloamerikanischen Rechtssystem haben sich bei Übernahmen – insbesondere bei Übernahmen aufgrund öffentlicher Übernahmeangebote – die Begriffe des „Friendly Takeover“ oder „Unfriendly Takeover“ eingebürgert. Die Begriffsunterscheidung knüpft daran an, in welcher Haltung das Management des Zielunternehmens dem Übernahmeangebot des Erwerbsinteressenten gegenübersteht (vgl. dazu im Einzelnen unten Rz. 88 ff. sowie Teil XI Rz. 24 ff.).

Es ist schwierig, mit unternehmerischem Einfluss verbundene Beteiligungen, die eine bestimmte Höhe voraussetzen, durch sukzessive Käufe über die Börse (Creeping Takeover) zu erwerben. Vermehrte Aufkäufe bei einer Publikumsaktiengesellschaft innerhalb eines kurzen Zeitraumes werden gemeinhin die Kurse derart nach oben schnellen lassen, dass der Erwerber seine Preisvorstellung für die von ihm gewünschte Beteiligungshöhe nicht verwirklichen kann. Fälle dieser Art hat es dennoch gegeben. So hat das Scheichtum Kuwait seine Schachtelbeteiligung an der ehemaligen Hoechst AG über die Börse erworben, ohne dass es zu nennenswerten Kursschwankungen gekommen ist. Gerade wegen der Unüberschaubarkeit und fehlenden Kontrolle bei Erwerbsvorgängen über die Börse wurde in der Zeit des Einstiegs der neuen Ölmächte in die Aktionärsstellung von Unternehmen der westlichen Industrienationen in Deutschland das Problem des Schutzes vor Überfremdung diskutiert. Wie spektakulär sich Erwerbsvorgänge über die Börse gestalten können, hat sich zum Beispiel im Falle der Pelikan AG gezeigt, als ein einzelner Aktionär, der seinen Erwerb zu einem geschickten Zeitpunkt getätigt hatte, fast das Sanierungskonzept zum Scheitern brachte. Zu Beginn der neunziger Jahre hat unter anderem der Erwerb der Mehrheit der Hoesch AG durch die Fried. Krupp GmbH für Schlagzeilen gesorgt.

Seit In-Kraft-Treten des WpÜG ist allerdings zu beachten, dass beim Überschreiten einer Erwerbsschwelle von 30 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft ein auf den Erwerb aller Aktien gerichtetes öffentliches Pflichtangebot (vgl. dazu im Einzelnen Teil XI Rz. 108 ff.) gegenüber den restlichen Aktionären der Zielgesellschaft abzugeben ist. Ein Creeping Takeover ist daher nur noch bis zum Erreichen einer Beteiligungsschwelle von 30 % der Stimmrechte möglich.

### 3. Gesellschaftsrechtliche Auseinandersetzung

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 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 zwangsweises Ausscheiden. Das kann bei einer Personenhandels-gesellschaft durch Ausschließung eines Gesellschafters aus wichtigem Grund geschehen, bei einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung zum Beispiel 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. Gesellschaft-terwechsel aufgrund von gesellschaftsrechtlichen Vorgängen sind deshalb grundsätzlich nicht Gegenstand dieses Handbuchs. Allerdings können auch zu diesen Vorgängen steuerrechtliche Überlegungen (Teil IV) und Bewertungs-grundsätze (Teile II und III) herangezogen werden.

#### 4. Umwandlung

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

### III. Der Markt für Unternehmen und Beteiligungen

#### 1. Informationsquellen

- 32 **Amtliche statistische Aufzeichnungen** über Unternehmens- und Beteiligungs-transaktionen in der Bundesrepublik Deutschland gibt es nicht. Offizielle Informationen<sup>1</sup> über Erwerbsvorgänge gibt es lediglich bei Aktiengesellschaften aufgrund der Mitteilungen über Beteiligungen nach §§ 20, 21 AktG<sup>2</sup> und nach §§ 21 ff. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)<sup>3</sup> sowie nach §§ 10 ff. WpÜG. Bei Personengesellschaften ergeben sich Wechsel im Gesellschafterkreis aus dem Handelsregister, Gleiches gilt für Gesellschaften mit beschränkter Haftung aufgrund der zum Handelsregister einzureichenden Gesellschafterliste. Keinerlei offizielle Informationen gibt es über Erwerbsvorgänge, die sich über die

1 Vgl. hierzu die elektronische Datenbank der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungs-aufsicht (BaFin) unter der Internet-Adresse [www.bafin.de](http://www.bafin.de).

2 Eine weiter gehende Information lässt sich über die Ausübung des Fragerechts in der Hauptversammlung nach § 131 AktG gewinnen; s. KG Berlin v. 26.8.1993 – 2 W 6111/92, BB 1993, 2036 = NJW-RR 1994, 162 = ZIP 1993, 1618 m. Anm. *Wenger*.

3 Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG) in der Fassung der Bekanntmachung v. 9.9.1998 (BGBl. I 1998, 2708), zuletzt geändert durch Art. 1 des Gesetzes v. 14.6.2010 (BGBl. I 2010, 786).

Übertragung sämtlicher oder nahezu aller Vermögensgegenstände vollziehen. Auch die Angaben des Bundeskartellamtes<sup>1</sup> (dazu Teil VI Rz. 3 ff.) sowie die Verlautbarungen der EU-Kommission<sup>2</sup> 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.<sup>3</sup>

## 2. Die Akteure im M&A-Markt

Der bei Unternehmenskäufen angewendete **Kontaktmechanismus** hat sich im Laufe der Jahre geändert. Die historischen Anbahnungsformen bestehen immer noch, sind aber durch neue Kontaktwege unter Einschaltung professioneller Berater ergänzt worden. 33

Die Kontakte bei deutschen Unternehmens- und Beteiligungserwerben werden immer noch häufig unmittelbar durch Absprachen auf der höchsten Geschäftsführungs- und Vorstandsebene geknüpft. Die wirtschaftliche Führungsschicht ist relativ klein. Man kennt sich und nimmt direkten Kontakt auf. Dies dürfte bei Großunternehmen immer noch der häufigste Fall der ersten Initialzündung einer Unternehmensakquisition sein. 34

Der Beruf des Unternehmensmaklers, der für beide Seiten tätig wird, ist nahezu bedeutungslos geworden. Die Tätigkeit von Unternehmensmaklern ist nur noch im Bereich der kleineren und mittelständischen Unternehmen zu finden. Neben der Kontaktfindung zwischen den potentiellen Partnern werden sie oft zur Diskretionswahrung eingesetzt. Die Frage der Geheimhaltung wesentlicher Daten des Veräußerungsobjektes sowie der Veräußerungsabsicht als solcher ist nämlich im ersten Stadium des Gespräches eines der wesentlichen Anliegen des Veräußerers. Bei Bekanntwerden der Veräußerungsabsicht und späterer Nichtverwirklichung kann das Unternehmen bei Lieferanten und Kunden in Misskredit geraten. Zu früh preisgegebene Daten können etwa dem Mitkonkurrenten als Kaufinteressent, der ohne ernsthafte Absicht mit dem Gespräch begann, gefährliche Einblicke in das Unternehmen geben. Vor diesen Gefahren kann der seriöse Unternehmensmakler schützen. Der Unerfahrene verdirbt mehr, als er nützt. 35

1 Die Tätigkeitsberichte des Bundeskartellamtes, die alle zwei Jahre erscheinen, enthalten einen umfangreichen Statistikteil; vgl. auch die Entscheidungsübersicht unter der Internet-Adresse „<http://www.bundeskartellamt.de>“.

2 Die jährlich erscheinenden Berichte der EU-Kommission über die Wettbewerbspolitik enthalten Übersichten und Statistiken über die getroffenen Entscheidungen; vgl. auch die Übersichten unter der Internet-Adresse [http://ec.europa.eu/competition/index\\_de.html](http://ec.europa.eu/competition/index_de.html).

3 [www.ma-online.de](http://www.ma-online.de); [www.mergermarket.com](http://www.mergermarket.com); <http://www.bvmarketdata.com/>; <http://www.bvdinfo.com/Products/Economic-and-M-A/M-A/Zephyr.aspx>; [http://thomson-reuters.com/products\\_services/financial/financial\\_products/deal\\_making/investment\\_banking/deal\\_analytics](http://thomson-reuters.com/products_services/financial/financial_products/deal_making/investment_banking/deal_analytics).

**Beispiel:**

- 36 Der verkaufswillige unvorsichtige Unternehmer, der sich nicht erkundigt hatte, welche die wenigen erfahrenen Maklerfirmen in Deutschland sind, gibt ein Informationspaket an einen Unternehmensmakler. Selbstverständlich geschieht dies mit der Bitte, nur gezielt und nur nach vorheriger Rücksprache Beteiligungsinteresse anzusprechen. Der Makler sendet Kopien des Informationspakets wiederum an drei andere Makler; ob unter dem Gebot der Verschwiegenheit, ist später nicht mehr feststellbar. Einer dieser weiteren Makler sendet Kopien der Informationen an mehr als 30 verschiedene Personen, darunter an Lieferanten und Kunden des Unternehmens. Der Schaden ist unvorstellbar groß, jedoch kaum mess- und damit auch nicht realisierbar.
- 37 Der Unternehmensmakler wurde weitgehend verdrängt durch M&A-Berater, die lediglich für eine Seite tätig sind. Das Entstehen eines M&A-Marktes wurde maßgeblich mitgeprägt und sogar mitverursacht durch eine breite Palette von Mittlern und Beratern. Die klassischen **internationalen** (vorwiegend amerikanischen) **Investmentbanken** haben in den achtziger 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**. Teilweise sind auch eigene Tochtergesellschaften gegründet worden.
- 38 Die Investmentbanken haben den bei weitem größten Anteil an der Revolutionierung des deutschen Unternehmenskaufmarktes. Sie haben zum Teil neue Veräußerungstechniken und Abwicklungsmethoden eingeführt, zum Beispiel das Verfahren einer „Controlled Auction“. Dieses wird unten unter Rz. 149 ff. im Einzelnen geschildert. Das hat zu einer Angloamerikanisierung der gesamten Rechts- und Wirtschaftssprache im M&A-Markt geführt. Dahingestellt, ob man dies gutheißt oder nicht, verwenden die im Unternehmenskaufsektor schwerpunktmäßig tätigen Akteure größtenteils englische Fachausdrücke. Infolge der Globalisierung der Wirtschaft wird häufig auch in Englisch verhandelt und es werden Verträge in Englisch fixiert. Darauf wird sogleich noch zurückzukommen sein (vgl. unten Rz. 149 ff. und Teil XV Rz. 27 ff.).
- 39 Neben den Investmentbanken 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. Insbesondere bei Familienunternehmen ergibt sich diese Tätigkeit bei den deutschen Banken quasi als Nebenprodukt aus ihrer Rolle als finanzwirtschaftlicher Berater von Unternehmenskunden.
- 40 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.

Sämtliche Beratergruppen haben ihre eigenen Tätigkeitsschwerpunkte. Einige sind besonders stark in der **Käufersuche**, da sie über ein weltweites ständig gepflegtes Netz von Kontaktadressen verfügen. Andere wiederum haben sich auf die Erstellung von **Diversifikationskonzepten** und **Integrationsstrategien** spezialisiert. Wiederum andere haben Vorteile in der **Finanzplanung** oder in der steuerrechtlichen oder organisationsrechtlichen Gestaltung. Die einzelnen Beratergruppen werden teils als Mittler tätig, zum Teil erst herangezogen, wenn Verkäufer und Käufer bereits feststehen und es in die Gestaltungs- und Verhandlungsphase geht. Oft werden verschiedene der oben genannten Beratergruppen, die unterschiedliche Schwerpunkte haben, nebeneinander tätig. Die Zusammenarbeit der einzelnen Beratergruppen untereinander und mit den im Unternehmen Verantwortlichen wird unten unter Rz. 102 ff. dargestellt.

### 3. Weltweite Entwicklung und Besonderheiten des deutschen Marktes

Weltweit lassen sich was Zahl und Umfang von Transaktionen anbetrifft seit Beginn des vergangenen Jahrhunderts Wellenbewegungen beobachten.<sup>1</sup>

Der weltweite Markt für Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen ist seit Mitte der 90er Jahre des vergangenen Jahrhunderts stetig gewachsen und erzielte im Jahr 2000 mit einem Transaktionsvolumen in Höhe von 3,5 Billionen US-Dollar bei 37 000 Transaktionen nochmals einen Höchststand.<sup>2</sup> Seit dem zweiten Quartal 2000 ist jedoch eine weltweite Abschwächung der Marktaktivitäten zu beobachten. In 2002 betrug das Transaktionsvolumen nur noch 1,4 Billionen US-Dollar und erreichte damit den niedrigsten Stand seit 1997 (1,8 Billionen US-Dollar). Auch in 2003 bewegte sich das weltweite M&A-Volumen bei einem Transaktionsvolumen von knapp 1,5 Billionen US-Dollar weiterhin auf niedrigem Niveau.<sup>3</sup> Die wesentlichen Ursachen für den massiven Rückgang der Unternehmensveräußerungen seit 2000 waren die bereits seit dem Frühjahr 2000 andauernde Schwäche der Aktienbörsen, insbesondere im Bereich der **New Economy**, die zwischenzeitliche deutliche Abkühlung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten seit Ende des Jahres 2000 sowie insbesondere auch die weltpolitische Situation nach den Terroranschlägen vom 11.9.2001 und dem Irak-Krieg 2003 und die damit verbundene generelle Unsicherheit. Darüber hinaus haben auch eine Reihe von Rechnungslegungsskandalen bei großen Unternehmen wie Enron, Arthur Andersen und WorldCom das allgemeine Anlegervertrauen beeinträchtigt.<sup>4</sup>

Seit dem zweiten Halbjahr 2003 waren zwar ein deutliches Anziehen der Konjunktur in den USA sowie ein weltweiter Aufwärtstrend an den Aktienbörsen

<sup>1</sup> Schramm/Hansmeyer, Transaktionen erfolgreich managen, 2010, S. 15 ff.

<sup>2</sup> Mezger, MAR 2001, 1.

<sup>3</sup> Herden/Meier-Sieden, MAR 2004, 222 (224).

<sup>4</sup> Herden/Kind, MAR 2003, 72.

zu verzeichnen. Auch auf dem M&A-Markt zeichnete sich in 2004 ein Aufwärtstrend ab. Das Transaktionsvolumen stieg gegenüber dem Vorjahr um 53 % auf insgesamt 2,3 Billionen US-Dollar.<sup>1</sup> Den größten Anteil hatte hierbei der Sektor Finanzdienstleistungen.<sup>2</sup> Bemerkenswert ist die zunehmende Bedeutung von Private Equity-Transaktionen. Ihr wertmäßiger Anteil an den weltweiten Transaktionen stieg 2003 gegenüber 2002 von knapp 7 % auf 10 %. Damit investierten Private Equity-Gesellschaften weltweit mehr als 100 Milliarden US Dollar, was einen Anstieg von fast 23 % gegenüber dem Jahr 2002 (von 82 Milliarden US Dollar auf 101 Milliarden US Dollar) bedeutet.<sup>3</sup> In den ersten elf Monaten 2004 wurden weltweit 7 % aller M&A-Transaktionen von Private Equity-Häusern durchgeführt, die dabei rund 11 % des globalen Transaktionsvolumens generierten.<sup>4</sup>

- 45 Dieser im Jahre 2004 beginnende Aufwärtstrend setzte sich fort. 2006 wurden mehr als 3257 M&A-Transaktionen mit einem Gesamtwert von etwa 3,37 Billionen US-Dollar getätigt. Gegenüber dem Vorjahr erhöhte sich das Transaktionsvolumen um 17 %, die Anzahl der Transaktionen stieg um ca. 35 %. Nach einer Studie der Thomson Financial<sup>5</sup> stellt das Jahr 2007 hinsichtlich des Volumens das M&A-Rekordjahr dar. Das Transaktionsvolumen betrug 4,19 Billionen US-Dollar, was gegenüber 2006 eine Steigerung von 22 % ausmacht. Die Anzahl der Transaktionen war allerdings leicht rückläufig.
- 46 Die Finanz- und Wirtschaftskrise hinterließ deutliche Spuren auf dem M&A-Markt. Im Jahr 2009 verzeichnete der weltweite M&A-Markt das schwächste Ergebnis seit 2004. Das Gesamtvolumen der angekündigten Transaktionen des Jahres 2009 lag mit 2,396 Billionen US-Dollar um 24 % unter dem Gesamtergebnis des Jahres 2008 (3,17 Billionen US-Dollar).<sup>6</sup> Auch die Anzahl der Transaktionen ging deutlich, und zwar um 13,7 % gegenüber dem Jahr 2008 zurück. Im Jahr 2009 waren nur noch 35 998 Transaktionen zu verzeichnen.<sup>7</sup>
- 47 Die USA verzeichneten zwar ihr schlechtestes Ergebnis seit 2003, sie blieben jedoch auch im Jahr 2009 die stärkste M&A-Region weltweit. Deren Gesamtvolumen von 783,4 Milliarden US-Dollar machte einen Anteil von 32,7 % am globalen M&A-Volumen aus.<sup>8</sup> Europa hingegen verzeichnete mit einem Gesamtvolumen von 718,5 Mrd. US-Dollar lediglich einen globalen Anteil von 30 %.<sup>9</sup> Einen Anstieg der M&A-Aktivitäten konnte hingegen die Region Asien/Pazifik aufweisen. Dort stiegen im Jahr 2009 die M&A-Aktivitäten um 9 % auf 493,1 Milliarden US-Dollar gegenüber dem Vorjahr.<sup>10</sup>

<sup>1</sup> Herden/Pfarrmann, MAR 2005, 126.

<sup>2</sup> Herden/Schillo, MAR 2004, 531.

<sup>3</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 15.12.2003.

<sup>4</sup> Pressemitteilung KPMG v. 12.12.2004.

<sup>5</sup> Handelsblatt v. 21.11.2007, S. 25.

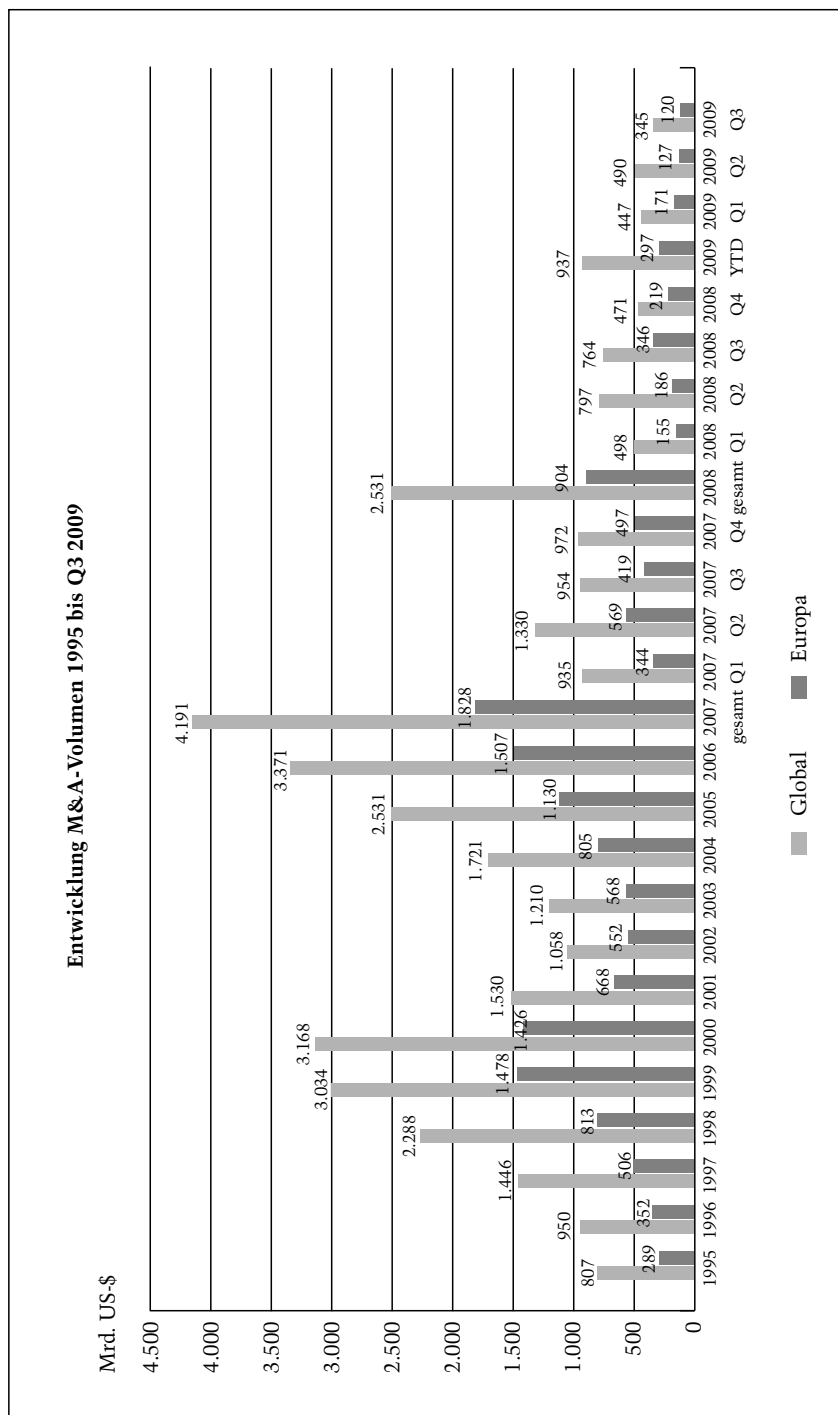
<sup>6</sup> Kunisch/Wahler, MAR 2010, 53.

<sup>7</sup> Kunisch/Wahler, MAR 2010, 53.

<sup>8</sup> Kunisch/Wahler, MAR 2010, 53 (54).

<sup>9</sup> Kunisch/Wahler, MAR 2010, 53 (54).

<sup>10</sup> Kunisch/Wahler, MAR 2010, 53 (54).



Quelle: Thomson Financial/M&A Review 2/2010, Abb. 1.

- 49 Für Deutschland lässt sich bei generalisierender Betrachtung mit Sicherheit vermuten, dass der Schwerpunkt der Erwerbsvorgänge gemessen an ihrer Anzahl bei den **Familienunternehmen** mit Jahresumsätzen von 10 bis 250 Mio. Euro liegt.<sup>1</sup>
- 50 Unternehmen dieser Größenordnung werden häufig durch Nachfolge- und Managementprobleme zur Veräußerung gezwungen.<sup>2</sup> Nach Schätzungen des Instituts für Mittelstandsforschung, Bonn,<sup>3</sup> wird die Nachfolgefrage im Zeitraum von 2010 bis 2014 für knapp 110 000 Familienunternehmen (ca. 3 % aller Familienunternehmen) relevant sein.<sup>4</sup> Die Nachfolgefrage stellt sich in Familienunternehmen, wenn der Eigentümer aus der Führung seines Unternehmens aus alters- oder krankheitsbedingten Gründen ausscheidet oder verstirbt und das Unternehmen ausreichend Potenzial für eine Übernahme aufweist. 110 000 Übergaben im Zeitraum von 2010 bis 2014 entsprechen 22 000 Übergaben pro Jahr. Von den Übergaben werden nach Schätzungen des Instituts für Mittelstandsforschung Bonn im Fünf-Jahres-Zeitraum 1,4 Mio. Beschäftigte oder 287 000 Beschäftigte pro Jahr betroffen sein. Den häufigsten Grund für eine Übergabe stellt dabei nach den Schätzungen des Instituts für Mittelstandsforschung Bonn mit einem Anteil von 86 % das Erreichen des Ruhestandsalters dar, gefolgt durch Übergaben aufgrund von Tod (10 %) und Krankheit des Eigentümers (4 %).<sup>5</sup>
- 51 Gerade im mittelständischen Bereich gibt es zudem noch eine Reihe von Marktnischen, in denen Unternehmen mit monopolartigem Charakter außerordentlich gute Erträge erzielen und damit die Begehrlichkeit Größerer wecken.<sup>6</sup>
- 52 Unternehmens- und Beteiligungsveräußerungen bei größeren Unternehmen sind zwar spektakulärer.<sup>7</sup> Bei einer globalen volkswirtschaftlichen Betrachtung erreichen jedoch die Fluktuationen von Unternehmenseinheiten im mittelständischen Bereich die gleiche Bedeutung, insbesondere wenn man ihre Auswirkungen auf die deutsche Unternehmensstruktur betrachtet. Ein Veräußerungsdruck auf die mittelständischen Unternehmer war z.B. Ende der 80er Jahre des vergangenen Jahrhunderts entstanden, nachdem der ursprüngliche Entwurf für das Steuerreformgesetz 1990 vorsah, dass die Privilegierung der Veräußerungsgewinne (halber) Steuersatz oberhalb eines Veräußerungsgewinns von zwei Mio. DM entfallen sollte. Nachdem sich abzeichnete, dass der durch den Gesetzentwurf entstandene Veräußerungsdruck zu gesellschafts- und wirtschaftspolitisch unerwünschten Konzentrationen führen könnte, setzte der Gesetzgeber zwar in der dann Gesetz gewordenen Fassung die obere Grenze für die Anwendung des privilegierten Steuersatzes auf 30 Mio. DM

1 Picot in Picot, Hdb. Mergers & Acquisitions, S. 2 (7 f.).

2 S. hierzu Picot/Classen, MAR 2008, 173 ff.

3 S. Internetseite: [www.ifm-bonn.org](http://www.ifm-bonn.org) (Stand 30.6.2010).

4 S. [www.ifm-bonn.org/index.php?id=856](http://www.ifm-bonn.org/index.php?id=856) (Stand 30.6.2010).

5 S. [www.ifm-bonn.org/index.php?id=856](http://www.ifm-bonn.org/index.php?id=856) (Stand 30.6.2010).

6 Timmreck/Bäzner in Picot, Hdb. Mergers & Acquisition, S. 83 (87).

7 Vgl. beispielsweise Mannesmann/Vodafone sowie aus jüngerer Zeit RWE AG/Essent N.V., Deutsche Bank AG/Deutsche Postbank AG, Volkswagen AG/Dr. Ing. h.c.F. Porsche AG, SoFFin (Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung)/WestLB AG, SoFFin (Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung)/Hypo Real Estate Holding AG, SoFFin (Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung)/Commerzbank AG, vgl. auch oben Rz. 27 und unten Rz. 88 ff.

hoch. Viele mittelständische Unternehmer hatten zu diesem Zeitpunkt jedoch bereits veräußert.

Die Entwicklung des deutschen Marktes für Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen ist aufgrund einiger Sonderfaktoren nicht parallel zur weltweiten Entwicklung verlaufen. Zu Beginn der 90er Jahre erfolgten zahlreiche Unternehmensübernahmen im Hinblick auf das Entstehen eines freien EG-Binnenmarktes und in Folge der Verwirklichung der deutschen Einheit. Nach einer zwischenzeitlichen Abschwächung des Marktes erreichten die vorgenommenen Transaktionen im Jahr 1997 mit einer Zahl von mehr als 3000 ihren Höchststand. Diese Zahl fiel dann auf etwa 1700 Transaktionen im Jahr 2003. Während in den ersten elf Monaten 2003 in Deutschland 1115 Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von rund 85 Mrd. US-Dollar durchgeführt wurden, sank das Transaktionsvolumen im Vergleichszeitraum 2004 auf 77 Mrd. US-Dollar bei 1117 Transaktionen (minus 9 %).<sup>1</sup> Neben den Ursachen, die auch auf dem weltweiten M&A-Markt zu einem Rückgang der Unternehmensveräußerungen geführt haben, beruhte diese Entwicklung auf dem deutschen Markt noch auf zusätzlichen Faktoren. Die Konjunkturentwicklung in Deutschland war hinter der weltweiten Entwicklung zurückgeblieben. Darüber hinaus wirken sich auch die derzeit fehlende unternehmerische Planungssicherheit vor dem Hintergrund stockender Reformbemühungen, insbesondere aufgrund ständig wechselnder steuerlicher Rahmenbedingungen, sowie angesichts anstehender tief greifender Reformen der sozialen Sicherungssysteme sowie der anhaltend schwache Dollarkurs negativ auf die Kaufbereitschaft vor allem ausländischer Investoren aus. Die positiven Auswirkungen auf die Transaktionsentwicklung, die man sich von der Unternehmenssteuerreform 2000, insbesondere im Hinblick auf die Steuerbefreiung von Gewinnen einer Körperschaft aus der Veräußerung von in- und ausländischen Kapitalbeteiligungen, versprochen hatte, waren zumindest nicht im erwarteten Umfang eingetreten.<sup>2</sup> Schließlich führte der aktuell hohe Dollarkurs zu zusätzlichen Belastungen für die stark exportabhängigen deutschen Unternehmen. Der im Jahr 2002 beginnende Abwärtstrend auf dem deutschen M&A Markt hatte, insbesondere in Folge der im Jahr 2008 auftretenden Finanz- und Wirtschaftskrise, seinen absoluten Tiefstand im zweiten Quartal 2009 mit 204 Transaktionen und einem Gesamtvolumen von unter 30 Mrd. Euro. Insgesamt waren im Jahr 2009 972 abgeschlossene Transaktionen zu verzeichnen.<sup>3</sup> Sogenannte „Distressed M&A“ Transaktionen dominierten den Markt, also Transaktionen aufgrund Liquiditätsschwächen, Sanierungsbedürftigkeit oder sogar Insolvenz, wie unter anderem die Übernahme der Porsche AG durch die Volkswagen AG oder die Übernahme von Sal. Oppenheim durch die Deutsche Bank AG.<sup>4</sup> Als Dealmanager trat der Staat verstärkt in den Vordergrund. Der Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) war an drei der

<sup>1</sup> Quelle: Dealogic 2004.

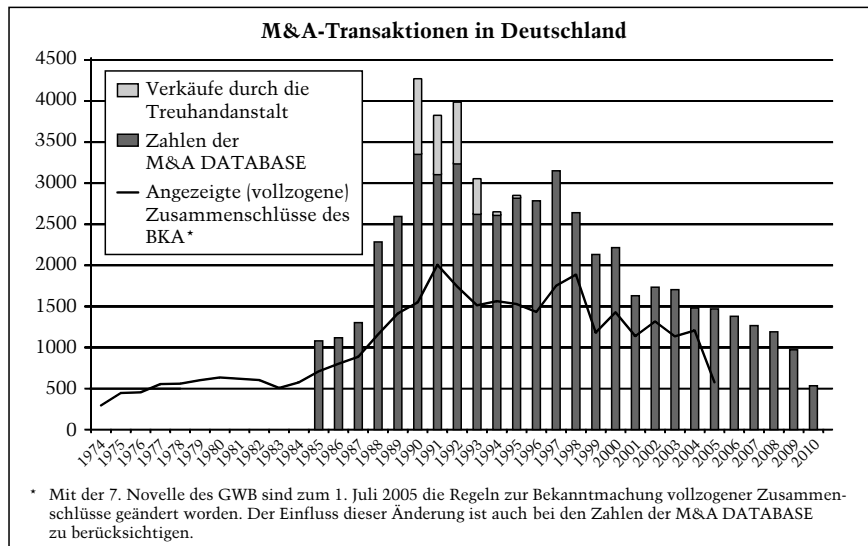
<sup>2</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 27.8.2003. Im Rahmen einer Studie der Zeitschrift „Finance“, bei der 28 Heads of M&A großer Unternehmen (darunter 17 aus DAX-30-Konzernen) befragt wurden, gaben alle Befragten an, die Steuerbefreiung von Veräußerungsgewinnen von Beteiligungen an Kapitalgesellschaften habe ihre M&A-Strategie überhaupt nicht beeinflusst, vgl. Gessner, Finance 9/2003, 28 (29).

<sup>3</sup> Kunisch/Wahler, MAR 2010, 53 (55).

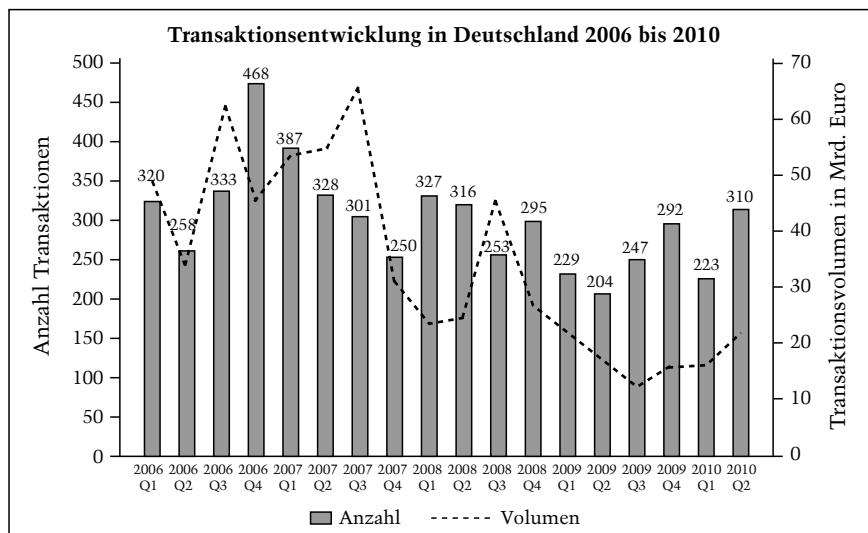
<sup>4</sup> Kunisch/Wahler, MAR 2010, 53 (55); vgl. auch GoingPublic Magazin, Distressed M&A 2009: Unternehmenskauf in der Krise, Special August 2009; Pataki in Schramm/Hansmeyer, Transaktionen erfolgreich managen, 2010, S. 247 ff.

größten M&A Transaktionen in Deutschland beteiligt. Seit dem zweiten Halbjahr 2009 ist ein leichter Aufschwung im deutschen M&A- Markt zu verzeichnen. Für das Jahr 2010 wird mit einem Anstieg der Transaktionen gerechnet.<sup>1</sup>

54



Quelle: M&A Database/Kunisch/Wahler, M&A Review 8-9/2010, S. 399 ff., Abb. 1.



Quelle: M&A Database/Kunisch/Wahler, M&A Review 8-9/2010, S. 399 ff., Abb. 2.

<sup>1</sup> Tschöke/Klemen, MAR 2010, 82 ff.; Maisch, Handelsblatt v. 28.1.2010; Dow Jones Deutschland v. 14.2.2010, abrufbar unter [www.dowjones.de/site/2010/02/experten-sehen-leichte-erholung-am-mamarkt.html](http://www.dowjones.de/site/2010/02/experten-sehen-leichte-erholung-am-mamarkt.html) (Stand 30.6.2010).

**Top Ten-Deals mit deutscher Beteiligung 2009 (nach Volumen)\***

| Käufer                                         | Objekt                      | Preis in Mrd. Euro (ca.) |
|------------------------------------------------|-----------------------------|--------------------------|
| RWE AG                                         | Essent N.V.                 | 8,3                      |
| Deutsche Bank AG                               | Deutsche Postbank AG        | 4,9                      |
| E.ON AG                                        | E.ON Sverige AB             | 4,5                      |
| Volkswagen AG                                  | Dr. Ing. h.c.F. Porsche AG  | 3,9                      |
| SoFFin (Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung) | West LB                     | 3,0                      |
| SoFFin (Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung) | Hypo Real Estate Holding AG | 3,0                      |
| Intergra Energie GmbH & Co. KGaA               | Thüga AG                    | 2,9                      |
| Statkraft AS                                   | E.ON AG                     | 2,2                      |
| Aabar Investments PJSC                         | Daimler AG                  | 2,0                      |
| SoFFin (Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung) | Commerzbank AG              | 1,8                      |
| <b>Gesamtvolumen</b>                           |                             | <b>36,5</b>              |

\* Genehmigung durch Wettbewerbsbehörde bei einigen Transaktionen evtl. noch ausstehend

Quelle: M&A Database/Kunisch/Wahler, M&A Review 2/2010, S. 53 ff., Abb. 3.

Entsprechend der weltweiten Entwicklung zeigte sich auch in Deutschland in 2003 bei allgemeinem Rückgang der Transaktionen eine deutliche Zunahme von Private Equity-Transaktionen. So wurden mehr als  $\frac{1}{3}$  der 25 größten Transaktionen von Finanzinvestoren abgewickelt.<sup>1</sup> Insgesamt waren 2003 in Deutschland Private Equity Gesellschaften an knapp 25 % der angekündigten Transaktionen beteiligt, gegenüber 10 % in 2002. Die Gründe für das starke Engagement von Private Equity Gesellschaften lagen vor allem in den geringen Fremdkapitalzinsen sowie in den niedrigen Entry-Multiplikatoren aufgrund des angespannten Kapitalmarktumfeldes, was Finanzinvestoren einen relativ günstigen Einstieg mit Aussicht auf einen profitablen Exit in einem bis dahin veränderten Marktumfeld ermöglichte.<sup>2</sup> Der Aufschwung im Private Equity-Sektor nahm seine Fortsetzung im Jahr 2004, wobei Wachstumsmotor der Buy-Out-Sektor war, während der Bereich Venture Capital nur schwach zunahm, nachdem er in Folge des Platzens der New Economy Blase stark geschrumpft war.<sup>3</sup> 2004 wurden in Deutschland insgesamt Buy-Outs mit einem

1 Pressemitteilung M&A International GmbH, Kronberg/Taunus unter der Internet-Adresse [www.m-a-international.de](http://www.m-a-international.de).

2 Vgl. Herden/Meier-Sierden, MAR 2004, 222 (224).

3 Schaaf, E-economics – Digitale Ökonomie und struktureller Wandel, Deutsche Bank Research, Publikation v. 26.1.2005, S. 8, abrufbar unter [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de) (Stand 30.6.2010).

Volumen von 22,5 Mrd. Euro durchgeführt.<sup>1</sup> Entscheidende Faktoren waren insbesondere der gewachsene Kapitalbedarf der mittelständischen Unternehmen und die geschaffenen Investitionsmöglichkeiten für Private Equity-Gesellschaften durch die Entflechtung der „Deutschland AG“.<sup>2</sup> Diese Faktoren wirkten auch in den folgenden zwei Jahren weiter.<sup>3</sup> Der Kapitalbedarf des Mittelstands stieg durch die strengeren Kreditvergabekriterien der Banken eingeführt durch Basel II.<sup>4</sup> Weiterhin wurde der Private Equity-Markt begünstigt durch die immer bessere Verfügbarkeit von Fremdkapital und attraktive Kreditkonditionen.<sup>5</sup> Die Eigenkapitalrendite im Private Equity-Bereich betrug im Zeitraum von 2004 bis 2007 durchschnittlich 57 %. Das Wachstum des Private Equity-Marktes wurde durch die im Jahr 2007 beginnende und sich auf die Gesamtwirtschaft extrem auswirkende Kreditmarktkrise jäh gestoppt.<sup>6</sup> Die Aktivitäten auf dem M&A Markt sanken rapide, die Bewertungen der Unternehmen fielen und die Verfügbarkeit von Fremdkapital nahm stark ab.<sup>7</sup> Das Investitionsvolumen von Private Equity-Gesellschaften in deutsche Unternehmen betrug im Jahr 2008 9122,1 Mio. Euro Mrd. Euro und fiel 2009 auf 2738,05 Mio. Euro. Die Folgen der Finanz- und Wirtschaftskrise zwingen nun die Private Equity-Unternehmen teils ihre Strategie umzustellen. Der erschwerte Zugang zu Fremdkapital führte bereits zu einer Erhöhung des Eigenkapitalanteils bei Private Equity-Investitionen. Das Augenmerk wird vermehrt auf mittelständische Unternehmen gelenkt, da in naher Zukunft unter anderem die Finanzierung größerer Transaktionen<sup>8</sup> kaum möglich sein wird.<sup>9</sup> Auch wird Abstand genommen von Maßnahmen zur kurzfristigen Wertsteigerung des Unternehmens. Im Rahmen der Wertgenerierung wird noch stärker auf Nachhaltigkeit geachtet.<sup>10</sup> Insgesamt hat seit dem zweiten Halbjahr 2009 eine Erholung auf dem Private Equity-Markt eingesetzt.<sup>11</sup> Im ersten Quartal 2010 wurden in Deutschland bereits 1,285 Mrd. Euro investiert.

1 *Schaaf*, E-economics – Digitale Ökonomie und struktureller Wandel, Deutsche Bank Research, Publikation v. 26.1.2005, S. 8, abrufbar unter [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de) (Stand 30.6.2010).

2 *Schaaf*, E-economics – Digitale Ökonomie und struktureller Wandel, Deutsche Bank Research, Publikation v. 26.1.2005, S. 8 f., abrufbar unter [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de) (Stand 30.6.2010).

3 *S. Puccinelli*, MAR 2006, 267 ff.

4 *Puccinelli*, MAR 2006, 267 (268).

5 *Puccinelli*, MAR 2006, 267 ff.

6 *S. Lichtner*, MAR 2009, 14 ff.; *Scheiter/Dunne/Niewiem/Ostroumov*, MAR 2010, 1 ff.; *Meyer*, E-economics, Private Equity, Deutsche Bank Research, S. 8 ff., abrufbar unter [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de) (Stand 30.6.2010).

7 *Lichtner*, MAR 2009, 14 (17).

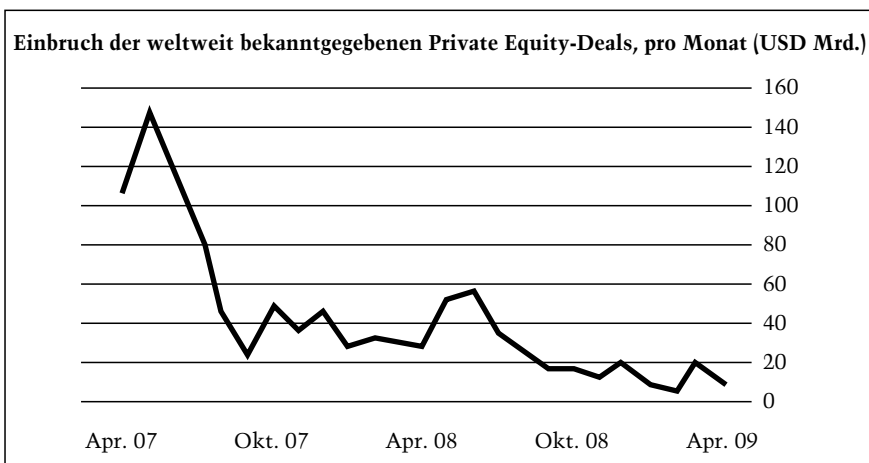
8 S. noch zum Trend zu großen Deals und Megadeals bis zum Jahr 2007 *Engler*, MAR 2007, 124 ff.

9 *Scheiter/Dunne/Niewiem/Ostroumov*, MAR 2010, 1 (4); *Meyer*, E-economics, Private Equity, Deutsche Bank Research, S. 11, abrufbar unter [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de) (Stand 30.6.2010).

10 *Scheiter/Dunne/Niewiem/Ostroumov*, MAR 2010, 1 (4 ff.).

11 Mitteilung des BVK v. 27.2.2010, abrufbar unter [www.bvkap.de](http://www.bvkap.de) (Stand 30.6.2010).





Quelle: Zephyr by BvDEP, 2009/E-economics v. 3.6.2009, Deutsche Bank Research, abrufbar unter [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

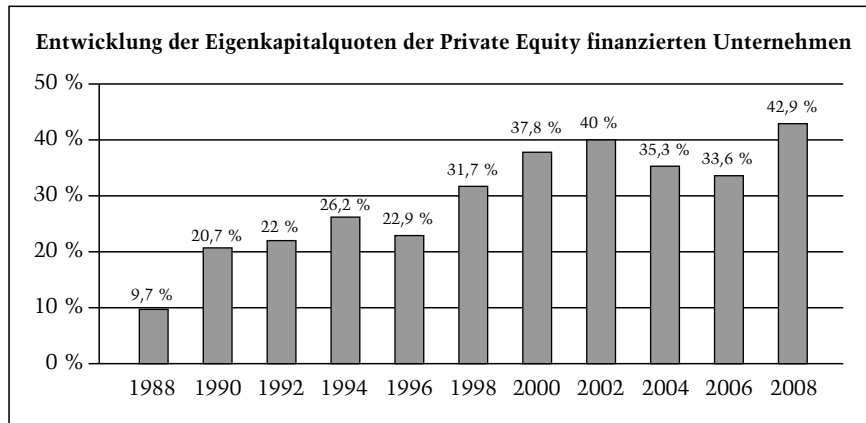
**Vierteljährliche Private Equity-Investitionen bei deutschen Unternehmen seit 2008**

|                         | Venture Capital<br>(Seed, Start up,<br>Later Stage-VC)<br>in Mio. € | Growth/<br>Replacement/<br>Turnaround<br>in Mio. € | Buy-Outs<br>in Mio. € | Gesamt<br>in Mio. € |
|-------------------------|---------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|-----------------------|---------------------|
| 1. Q                    | 245,4                                                               | 390,8                                              | 1.086,2               | 1722,4              |
| 2. Q                    | 267,1                                                               | 337,5                                              | 1.648,5               | 2.253,1             |
| 3. Q                    | 301,0                                                               | 201,7                                              | 3.446,4               | 3.949,0             |
| 4. Q                    | 293,5                                                               | 213,3                                              | 690,6                 | 1.197,5             |
| <b>2008</b>             | <b>1.107,0</b>                                                      | <b>1.143,3</b>                                     | <b>6.871,7</b>        | <b>9.122,1</b>      |
| 1. Q                    | 155,13                                                              | 64,25                                              | 126,54                | 345,91              |
| 2. Q                    | 137,41                                                              | 137,7                                              | 78,18                 | 353,28              |
| 3. Q                    | 141,68                                                              | 151,81                                             | 486,93                | 780,43              |
| 4. Q                    | 213,04                                                              | 132,78                                             | 912,61                | 1.258,43            |
| <b>2009</b>             | <b>647,26</b>                                                       | <b>486,54</b>                                      | <b>1.604,26</b>       | <b>2.738,05</b>     |
| 1. Q                    | 132,18                                                              | 438,70                                             | 714,06                | 1.284,93            |
| <b>Jan–Mrz<br/>2010</b> | <b>132,18</b>                                                       | <b>438,7</b>                                       | <b>714,06</b>         | <b>1.284,93</b>     |

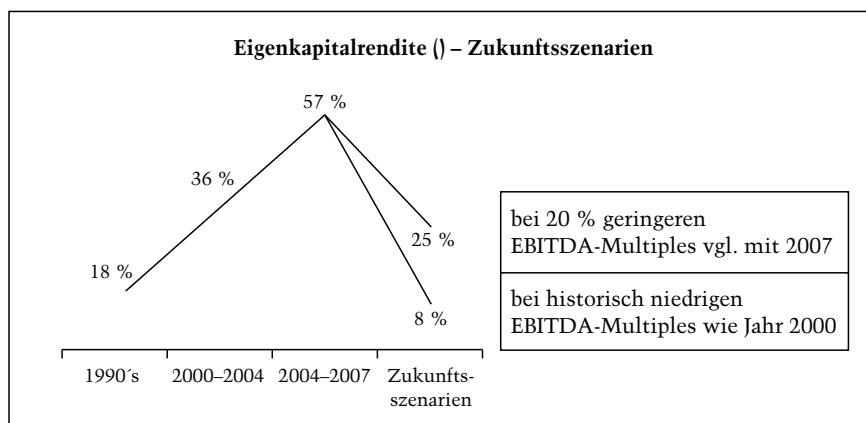
Quelle: PEREP Analytics/BVK Statistik – Der deutsche Beteiligungsmarkt im 1. Quartal 2010 v. 27.5.2010, abrufbar unter [www.wir-investieren.de](http://www.wir-investieren.de)

## Teil I

## Mergers &amp; Acquisitions



Quelle: Standard & Poors/Private Equity Brief, Ausgabe 03, November 2003



Quelle: Dealogic, Thomson Financial, LPC Direct-Reuters; A.T. Kearney-Analyse/Scheiter/Dunne/Niewiem/Ostoumov, M&A Review 1/2010, S. 1 ff., Abb. 2

- 56 Zu erwähnen ist noch, um den Vergleich des deutschen Marktes für Unternehmen und Beteiligungen mit dem amerikanischen wiederaufzugreifen, ein unternehmenspsychologisches Spezifikum des deutschen Marktes. Unternehmen in USA werden von ihren Inhabern mit weit weniger **emotionaler Verbundenheit** betrachtet als dies in Deutschland über Jahrzehnte hinweg üblich war. Das Unternehmen war und ist bei uns nicht ausschließlich ein Mittel zur Erzielung von Renditen, sondern wird bewusst als Lebenswerk eines Unternehmers oder einer ganzen Unternehmerfamilie betrachtet.<sup>1</sup> Ebenso wie von Grund und Boden, zu dem die Deutschen eine fast verklärte Beziehung haben, trennten sich Familienunternehmer von Unternehmen oft nicht im günstigsten Zeitpunkt, um „Kasse zu machen“, sondern erst in einem Stadium, in dem – z.B. unter Druck der Banken oder des oben erwähnten Wegfalls

<sup>1</sup> Vgl. hierzu etwa *Gottschalk*, Finance 7/8 2003, 80.

von steuerlichen Vergünstigungen – keine andere Entscheidung mehr übrig bleibt. Der amerikanische Unternehmer hat dagegen keine Bedenken, das selbst aufgebaute Unternehmen auf dem Gipfel seines Erfolges zu veräußern, um sich möglicherweise wieder einer neuen interessanten unternehmerischen Aufgabe zu widmen. Wenn sich auch in dieser Einstellung in den letzten Jahren ein Wandel angebahnt hat, erschwert dieser psychologische Gesichtspunkt in Deutschland – immer noch – das Entstehen eines offenen und überschaubaren Marktes für Unternehmen und Beteiligungen.

#### IV. Unternehmenskauf als konzernstrategisches Konzept

**Literatur:** Aus der Fülle der Literatur zur Beteiligungspolitik sei genannt: *Bea/Hass*, Strategisches Management, 5. Aufl. 2009; *Beitel*, Akquisitionen und Zusammenschlüsse europäischer Banken. Wertsteigerung durch M&A Transaktionen, 2002; *Goedhart/Koller/Wessels*, The five types of successful acquisitions, The McKinsey Quarterly 2010, Corporate Finance Practice, July 2010; *Hungenberg*, Strategisches Management im Unternehmen – Ziele – Prozesse – Verfahren, 5. Aufl. 2008; *Köppen*, Synergieermittlung im Vorfeld von Unternehmenszusammenschlüssen, 2004; *Lindstädt*, Ziele, Motive und Kriterien für Unternehmenszusammenschlüsse, in Wirtz, Handbuch M&A Management, 2006, S. 57 ff.; *Metzenthin*, Kompetenzorientierte Unternehmensakquisitionen, 2002; *H.-E. Müller*, Übernahme und Restrukturierung: Neuausrichtung der Unternehmensstrategie, 2003; *Timmreck/Bäzner*, Mergers & Acquisitions als strategisches Instrument im Rahmen der Branchenkonsolidierung, in Picot, Handbuch Mergers & Acquisitions, 4. Aufl. 2008, S. 83 ff.; *Wagner*, M&A-Strategien, in Schramm/Hansmeyer, Transaktionen erfolgreich managen, 2010, S. 15 ff.; *Welge/Al-Laham*, Strategisches Management – Grundlagen – Prozess – Implementierung, 5. Aufl. 2007.

In der Nachkriegswirtschaft der deutschen Industrie wurde die **Diversifikation**<sup>1</sup> durch Erwerb von Unternehmen und Beteiligungen oft als Patentrezept für das weitere Wohlergehen des eigenen Unternehmens verstanden. Als notwendig angesehenes Wachstum wurde damit als äußeres im Gegensatz zu innerem Wachstum durch Ausweitung der vorhandenen Produktionskapazitäten verwirklicht. Die Diversifikation war neben dem Wunsch nach Vergrößerung der Marktanteile wichtigstes Kaufmotiv. Es entstanden auf diese Weise Konglomerate wie die frühere AEG, die in den verschiedensten Wirtschaftsbereichen und -stufen tätig sind. 57

Die im internationalen Vergleich geringe **Eigenkapitaldecke**<sup>2</sup> der deutschen Wirtschaft machte eine weitestgehende Fremdfinanzierung der Aufkäufe notwendig. In folgenden Zeiten des durch Zinserhöhungen knappen Geldes entstanden dadurch enorme Belastungen für die Unternehmen, die vielfach neben anderen Ursachen Grund für Insolvenzen waren. Andererseits wurde die durch Diversifikation gewachsene Unternehmensgröße oft durch die gestiegene Bereitschaft der öffentlichen Hand honoriert, das Not leidende Unternehmen zu stützen. Mag auch diese Art der Verringerung des unternehmerischen Risikos bei Beginn der Diversifikation durch Akquisition nicht das Motiv gewesen sein, so war sie dennoch ein sich später ergebender willkommener Nebeneffekt. 58

<sup>1</sup> Vgl. hierzu *Wagner* in Schramm/Hansmeyer, Transaktionen erfolgreich managen, 2010, S. 15, 22 f.

<sup>2</sup> Vgl. hierzu etwa *Frien*, Finance 6/2003, 52 ff.; *Bauer*, Handelsblatt v. 8.4.2010.

- 59 Unternehmens- und Beteiligungskäufe unter dem Gesichtspunkt der Diversifikation sind jedoch spätestens mit Beginn der 80er Jahre in ihrer Zahl geringer geworden. Das hatte seinen Grund zum einen in der **mangelnden Liquidität** der Unternehmen in der Konsolidierungsphase. Vielen Unternehmen fehlte einfach das Geld für Beteiligungskäufe. Zum anderen hat sich herausgestellt, dass die vermeintliche Reduzierung des unternehmerischen Risikos durch Diversifikation wiederum neue Risiken gebiert.<sup>1</sup> So hat der Erwerb von Unternehmen und Beteiligungen oft dann nicht zum Erfolg geführt, wenn das erwerbende Unternehmen sich bei der Diversifikation in einen völlig fremden Bereich begeben hat. Das vielfach zu vernehmende Postulat, ein guter Manager müsse auf allen Gebieten und in jeder Branche etwas leisten können, trifft nämlich in dieser Allgemeinheit nicht zu. Es gilt allenfalls für einen kleinen Kreis von absoluten Spitzenmanagern, wie sie in der obersten Führungsebene der deutschen Großunternehmen angesiedelt sind. Leute von dieser Qualifikation hat aber nicht jeder Erwerber in den eigenen Reihen. Selbst wenn der Erwerber, der ein Unternehmen einer gänzlich anderen Branche erworben hat, für die Führung dieses Unternehmens einen sich in allen Branchen bewährenden Spitzenmanager zur Verfügung hat, kann dieser die neue Aufgabe nicht ohne einen qualifizierten Unterbau bewältigen. Bei der Bewältigung dieses Führungsproblems – sei es auf oberster Führungsebene, sei es auf der Ebene des oberen Mittelmanagements – kann sich der Erwerber nicht auf das beim Erwerbsobjekt vorhandene Führungspersonal verlassen. Entweder handelt es sich dabei um Mitglieder der ehemaligen Inhaberfamilie, die sich für Führungsaufgaben nicht mehr zur Verfügung stellen, oder das bisherige Führungspersonal ist nicht geeignet. Oft treffen beide Konstellationen bei Familienunternehmen in der dritten und späteren Generation zusammen.
- 60 Neben der Gefahr der bei einer Diversifikation durch Aufkäufe von Unternehmen auftauchenden neuen Risiken hat sich die Erkenntnis durchgesetzt, dass mit der Streuung der Aktivität die in jedem Aktivitätsspektrum zu erringenden **Marktanteile** und damit tendenziell die Gewinne sinken. Wie in Bereichen der privaten Kapitalanlage sind auch im Bereich der strategischen Unternehmensplanung optimale Sicherheit und optimaler Ertrag nicht miteinander vereinbarende Grundsätze. Dieser Grundsatz ist nicht zwingend, jedoch hat die vermehrte Erfahrung zu sorgfältigster Überprüfung der Erreichbarkeit und der negativen Folgewirkungen des mit der Diversifikation angestrebten Zwecks geführt. Der Gesichtspunkt der Diversifikation durch Risikostreuung ist deshalb beim Unternehmens- und Beteiligungserwerb durch andere strategische Unternehmensziele in den Hintergrund gedrängt worden. Im Bereich der Risikoverminderung versucht man stattdessen, sich durch vertikale Integration in die Beschaffungs- und/oder Absatzmärkte einzukaufen. Horizontale Absicherung soll durch Aufkäufe von oder Beteiligungen an Wettbewerbern erreicht werden. Hierbei werden aber in weiterem Maße Schranken durch die kartellrechtlichen Vorschriften gesetzt (vgl. dazu unten Rz. 64 ff. und Teil VI).

<sup>1</sup> S. dazu *Sieben/Lutz*, Akquisition und strategische Planung in Unternehmensakquisitionen, Betriebswirtschaftliche und juristische Gestaltungsfragen, Gebera-Schriften, Band 8, 1981, S. 17; auch aus statistischen Untersuchungen ergibt sich, dass Unternehmenszusammenschlüsse vom Kapitalmarkt eher negativ bewertet werden; s. *Bühner*, Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen in der Bundesrepublik Deutschland, 1990, S. 41 ff., 205.

Neue Zwänge zum Unternehmens- und Beteiligungserwerb entstehen durch **Umweltveränderungen**. Bei einer Verschlechterung des eigenen Standortes – beispielsweise durch steigende Produktionskosten oder wachsende Unzulänglichkeit der Verkehrsverhältnisse – kann es sinnvoll sein, ein bereits bestehendes Unternehmen in günstiger Lage aufzukaufen, statt „auf der grünen Wiese“ neu zu beginnen. Anstöße zur Konzentration durch Unternehmenskauf bewirken auch **Marktveränderungen**. Haben die Betriebe des eigenen Unternehmens nicht mehr die optimale Betriebsgröße und können sie auch nicht auf die wettbewerbsfähige Größe erweitert werden, liegt es nahe, sich zur wettbewerbsfähigen Größe durch Kaufvorgänge zusammenzuschließen. Eine sehr deutliche Entwicklung in dieser Hinsicht war in den vergangenen dreißig Jahren in nahezu sämtlichen Industrie- und Handelsbereichen zu sehen. Die seit Jahren diskutierte Notwendigkeit einer stärkeren Konzentration im deutschen Bankensektor hat durch die Finanzmarktkrise eine neue aktuelle Note und verstärkte Dringlichkeit erhalten.

61

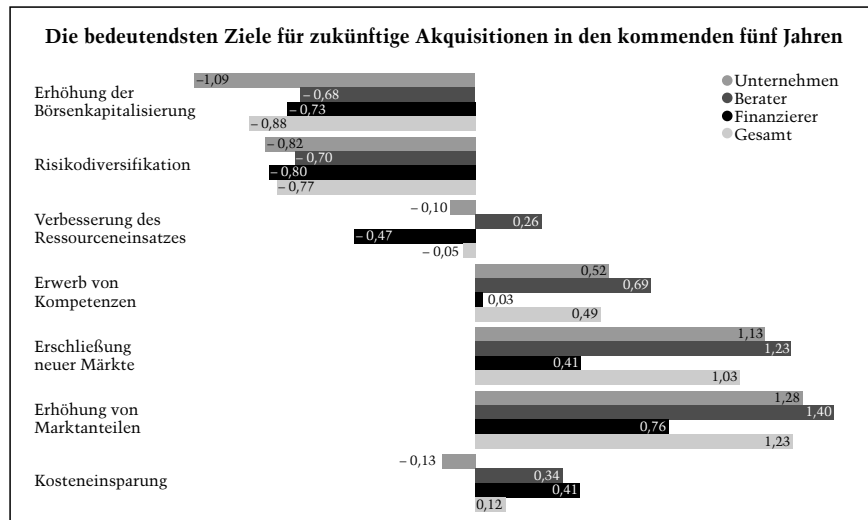
Schließlich werden Käufe getätigt, um damit in neue Wachstumsmärkte einzudringen, um Absatzorganisationen oder neue Produktionskapazitäten zu erwerben. Sämtliche dieser beispielhaft aufgeführten Motive basieren auf der Überlegung, der Erwerb einer bereits bestehenden funktionsfähigen Einheit sei entweder preisgünstiger als der Aufbau einer eigenen Alternative oder sogar der einzige Weg, das angestrebte Ziel zu erreichen.

62

Für den Bereich der Großunternehmen (insbesondere Industrieunternehmen und Banken) gab es in der zweiten Hälfte der 90er Jahre eine publizistische Richtung, die glauben machen wollte, Unternehmenskäufe gehörten der Vergangenheit an. Statt ihrer würden die Unternehmen auf strategische Allianzen („**Strategic Alliances**“) setzen. Bei solchen strategischen Bündnissen zur gemeinsamen Markteroberung oder zur Ergänzung in einzelnen Tätigkeitsbereichen seien die Risiken überschaubarer. Ähnliche Ziele wie durch einen Unternehmenskauf ließen sich auch durch solche schuldrechtlichen Absprachen erreichen. Diese Aussage hat sich als falsche Prophezeiung entpuppt. Strategische Allianzen zwischen Unternehmen hat es neben Unternehmenskäufen stets gegeben. Selbstverständlich muss in jedem Unternehmen überlegt werden, ob es notwendig ist, ein anderes Unternehmen zu übernehmen, um sich beispielsweise dessen Vertriebskanäle zu Eigen zu machen, oder ob nicht eine Kooperation ausreicht. Es war und wird stets unter unternehmerischen Gesichtspunkten abzuwägen sein, in welchen Fällen eine Akquisition oder eine strategische Allianz das beste Mittel zum Erreichen des jeweiligen konkreten Unternehmensziels ist. Unternehmens- und Beteiligungserwerbe werden daher auch in Zukunft einen elementaren Bestandteil der Konzernpolitik bilden. Ausschlaggebende Motivation wird dabei wieder verstärkt das Ziel der Erhöhung von Marktanteilen und der Erschließung neuer Märkte sein. Dagegen standen die meisten der in der ersten Hälfte des Jahrzehnts getätigten Unternehmens- und Beteiligungserwerbe noch unter dem Vorzeichen der Erzielung von Kostensynergien.<sup>1</sup>

63

<sup>1</sup> Vgl. die Ergebnisse einer Studie des Institute for Mergers & Acquisitions der Universität Witten/Herdecke, Finance 7/8 2004, 8.



Zukünftige Transaktionsziele; Quelle: IMA

## V. Unternehmenskauf und Konzentration

- 64 Der Markt für Unternehmen und Beteiligungen ist ein ordnungspolitisch geregelter und kein gänzlich freier Markt. Das gilt nicht nur für Deutschland, sondern beispielsweise auch für die USA und die übrigen westlichen Industriestaaten. Die Marktbegrenzungen sind wettbewerbspolitischer Art. Nach dem wettbewerbspolitischen Konzept des deutschen Gesetzgebers soll auf dem Markt für Dienstleistungen und Waren Freiheit, auf dem Markt für die Erzeuger dieser Güter dagegen staatliche Kontrolle herrschen. Begründet wird der scheinbare Widerspruch mit dem Argument, dass nur die Kontrolle auf dem Erzeugermarkt die Freiheit auf dem Markt für Waren und Dienstleistungen wieder ermögliche. Eine Besonderheit ist diese relative Unfreiheit auf einem Teilmarkt in unserem Wirtschaftssystem jedoch nicht: Auch der Markt für Arbeitskräfte ist durch gesetzliche Rahmenbedingungen geregelt, wenngleich seit 1994 auch private Arbeitsvermittler tätig sind.
- 65 Innerhalb des Gebiets der Europäischen Union ist die wettbewerbspolitische und die rechtliche Zuständigkeit bei Transaktionen größeren und bedeutenderen Umfangs von Bonn nach Brüssel gewechselt. Gemäß Art. 1 Abs. 1 der **Fusionskontrollverordnung**<sup>1</sup> ist die EU-Kommission statt der nationalen Kartellbehörden für die Prüfung eines Zusammenschlussvorhabens von gemeinschaftsweiter Bedeutung zuständig. Ein Zusammenschluss von gemeinschaftsweiter Bedeutung liegt vor, wenn die beteiligten Unternehmen bestimmte Umsatzschwellen erreichen und ihre Umsätze nicht jeweils zu mindestens zwei Dritteln in ein und demselben Mitgliedstaat der Europäischen Union er-

<sup>1</sup> In der Fassung der Neufassung v. 20.1.2004, Verordnung (EWG) Nr. 139/2004 des Rates über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen v. 20.1.2004, ABl. EG Nr. L 24, S. 1.

zielen (vgl. die Ausführungen in Teil VI Rz. 214 ff. zu den Einzelheiten der Abgrenzung der Zuständigkeit der EU-Kommission und den nationalen Kartellbehörden für die Prüfung von Zusammenschlussvorhaben). Der Zuständigkeit der EU-Kommission für die Prüfung von Zusammenschlussvorhaben von gemeinschaftsweiter Bedeutung hat der deutsche Gesetzgeber durch § 35 Abs. 3 GWB Rechnung getragen. Danach finden die Vorschriften des GWB keine Anwendung, soweit die EU-Kommission nach der Fusionskontrollverordnung für die Prüfung des Zusammenschlussvorhabens ausschließlich zuständig ist.

In dem der deutschen Legislative verbliebenen Segment erfolgt die Regulierung auf dem Markt für Unternehmen und Beteiligungen durch das **Bundeskartellamt** auf der Grundlage des GWB.<sup>1</sup> Die ordnungspolitische Konzeption des GWB ist die der hochgradigen Dezentralisation, der Entmachtung von Großunternehmen durch Wettbewerb auf den Märkten für Waren und Dienstleistungen, der freien Zugangschancen zu Märkten für Waren und Dienstleistungen sowie die Inkaufnahme des Untergangs von Unternehmen. Dass sämtliche Prinzipien nicht lückenlos durchgeführt sind, zeigt sich an dem Letztgenannten angesichts der vielfältigen staatlichen Subventionen für Not leidende Großunternehmen mit besonderer Deutlichkeit. Ebenso wenig wird das Entstehen von Marktmacht durch das Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen gänzlich untersagt. Inneres Wachstum kennt keine Schranken. Wenn vermutet wird, der Grund für die ungleiche Behandlung von Wachstum liege darin, bei innerem Wachstum würden neue wirtschaftliche Kapazitäten geschaffen, bei Wachstum durch Erwerb von Beteiligungen oder Unternehmen solche lediglich neu verteilt, verbleibt Skepsis. Auch Größe durch inneres Wachstum kann zu einem Grad der Monopolisierung führen, der die übrig gebliebenen Kapazitäten zerstört, da die nicht mehr konkurrenzfähigen Wettbewerber aufgeben müssen.

Seit Einführung der Fusionskontrolle in der Bundesrepublik Deutschland im Jahr 1973 bis 2004 sind beim Bundeskartellamt 33 234 vollzogene Zusammenschlüsse angezeigt worden.<sup>2</sup> Zwischen 1990 und 2008 wurden insgesamt 28 957 Zusammenschlüsse angemeldet (s. Abbildung für zwischen 1995 und 2008 angemeldete Zusammenschlüsse).<sup>3</sup> Lediglich in 175 Fällen untersagte das Amt den angemeldeten Zusammenschluss im Hinblick auf eine vermutete marktbeherrschende Stellung der beteiligten Unternehmen auf den relevanten Märkten (s. Abbildung für zwischen 1995 und 2008 erteilte Untersagungen).<sup>4</sup> Bis 2007 stellten in 21 Verfahren die fusionswilligen Unternehmen nach einer Untersagung durch das Amt einen Antrag auf Erlass einer „**Ministerer-**

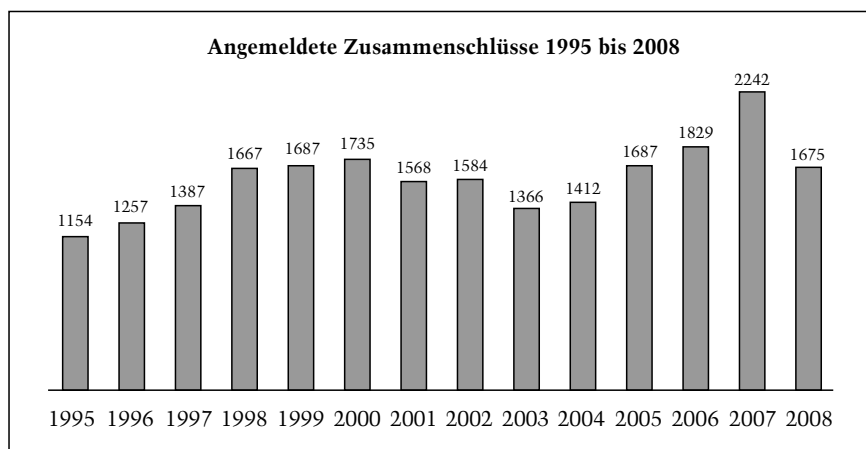
1 Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen in der Fassung der Neufassung durch Bekanntmachung v. 15.7.2005 (BGBl. I 2005, 2114; 2009, 3850), zuletzt geändert durch Art. 13 Abs. 21 des Gesetzes vom 25.5.2009 (BGBl. I 2009, 1102).

2 Bericht des Bundeskartellamtes über seine Tätigkeit in den Jahren 2005/2006 sowie über die Lage und Entwicklung auf seinem Aufgabengebiet, BT-Drucks. 16/5710, S. 224; seit 2005 erfasst das Bundeskartellamt nicht mehr die Zahl der Vollzugsanzeigen, sondern nur die Zahl der Anmeldungen.

3 Bericht des Bundeskartellamtes über seine Tätigkeit in den Jahren 2007/2008 sowie über die Lage und Entwicklung auf seinem Aufgabengebiet, BT-Drucks. 16/13500, S. 177.

4 Bericht des Bundeskartellamtes über seine Tätigkeit in den Jahren 2007/2008 sowie über die Lage und Entwicklung auf seinem Aufgabengebiet, BT-Drucks. 16/13500, S. 12.

**laubnis**“,<sup>1</sup> zuletzt – schließlich auch mit Erfolg<sup>2</sup> – das Uniklinikum Greifswald im Zusammenhang mit dem vom Bundeskartellamt zunächst untersagten Übernahme der Anteilmehrheit an dem Kreiskrankenhaus Wolgast sowie – ohne Erfolg<sup>3</sup> – die Asklepios Kliniken Hamburg zur Übernahme des Krankenhauses Mariahilf. Viele wettbewerbsrechtlich problematische Vorhaben werden von den Unternehmen allerdings schon im Vorfeld aufgegeben, wenn das Bundeskartellamt in Vorgesprächen signalisiert, dass mit einer Untersagung gerechnet werden muss. Erwerbsvorgänge im mittelständischen Bereich wurden bis zum In-Kraft-Treten der 4. Kartellnovelle gefördert durch die sog. Bagatellklausel des § 24 Abs. 8 Nr. 2 GWB a.F. Danach unterlag der Übergang von Unternehmen mit einem Umsatz von weniger als 50 Mio. DM pro Jahr nicht der Kontrolle durch die Kartellbehörden. Der Bagatellklausel lag die Überlegung zugrunde, der volkswirtschaftlich und gesellschaftspolitisch gewünschte Marktzutritt vieler kleiner und neuer Unternehmen werde erleichtert durch das Bewusstsein des Jungunternehmers von der unbeschränkten Verwertbarkeit der Frucht seiner Aufbauarbeit und des gezeigten Risikos.<sup>4</sup> Durch diese Tür brachen in sehr großer Zahl Großunternehmen in bislang mittelständisch strukturierte Märkte ein. Durch die 4. Kartellnovelle vom 26.4.1980<sup>5</sup> wurde die „Anschlussklausel“ des § 24 Abs. 8 Nr. 2 GWB eingeschränkt. Danach war der Anschluss eines Unternehmens mit weniger als 50 Mio. DM Umsatz nicht kontrollfrei, wenn das veräußerte Unternehmen mehr als 4 Mio. DM Umsatz hat und das erwerbende Unternehmen Umsatzmilliarden ist.



Quelle: Bundeskartellamt

1 Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie unter der Internetadresse [www.bmwi.de](http://www.bmwi.de) (Stand 30.6.2010).

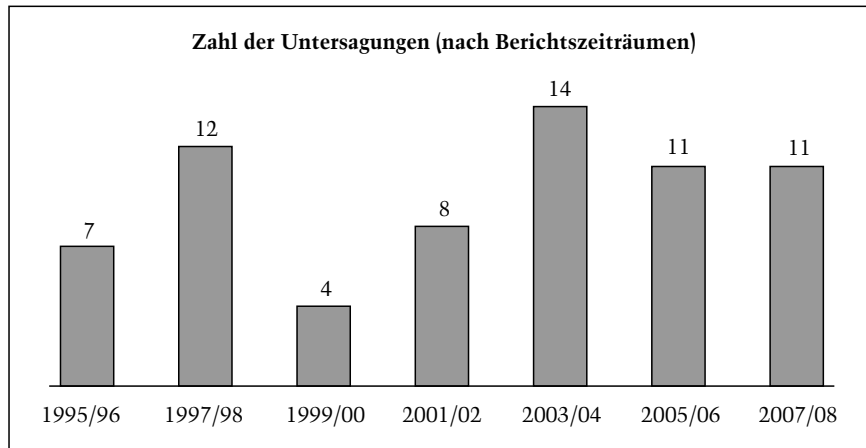
2 Erteilt am 17.4.2008; vgl. Pressemitteilung des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie v. 17.4.2008 unter der Internetadresse [www.bmwi.de](http://www.bmwi.de) (Stand 30.6.2010).

3 Vgl. Pressemitteilung des Bundeskartellamts v. 6.6.2007, abrufbar unter [www.bundeskartellamt.de](http://www.bundeskartellamt.de) (Stand 30.6.2010).

4 Begründung zur 2. Kartellnovelle 1971, 32.

5 BGBl. I 1980, 458.





Quelle: Bundeskartellamt

Durch die 6. Kartellnovelle,<sup>1</sup> die am 1.1.1999 in Kraft getreten ist, haben die Vorschriften über die Fusionskontrolle eine umfassende Überarbeitung erfahren. Nach der bis zu diesem Zeitpunkt geltenden Regelung bestanden gemäß § 23 Abs. 1 Satz 1 GWB a.F. eine allgemeine (nachträgliche) Anzeigepflicht für alle kontrollpflichtigen Zusammenschlüsse kombiniert mit einer fakultativen präventiven Kontrolle gleichen Anwendungsbereichs (§ 24a Abs. 1 Satz 1 GWB a.F.) und einer (vorherigen) Anmeldepflicht mit Vollzugsverbot für besonders schwer wiegende Zusammenschlüsse (§ 24a Abs. 1 Satz 2, Abs. 4 GWB a.F.).<sup>2</sup> Stattdessen gilt nunmehr gemäß § 39 Abs. 1 GWB eine generelle **präventive Kontrolle** der anzumeldenden Zusammenschlussvorhaben. Der Gesetzgeber der 6. GWB-Novelle wollte sich damit der Technik der Europäischen Fusionskontrolle anschließen.<sup>3</sup> An die Stelle der Anschlussklausel des § 24 Abs. 8 Nr. 2 GWB a.F. ist § 35 Abs. 2 GWB getreten. Danach gelten die Vorschriften der Fusionskontrolle nicht, soweit sich ein Unternehmen, das nicht abhängig ist und im letzten Geschäftsjahr weltweit Umsatzerlöse von weniger als 10 Mio. Euro erzielt hat, mit einem anderen Unternehmen zusammenschließt (s. dazu im Einzelnen Teil VI Rz. 19 ff.).

Wird damit eine wettbewerbspolitisch unerwünschte **Unternehmenskonzentration** erschwert, so schafft dies auf der anderen Seite weitere bei Beteiligungstransaktionen zu überwindende Klippen. Kartellrechtliche Fragen sind nicht nur beim „großen“ Unternehmenskauf, sondern auch in Bereichen zu bedenken, in denen die Beteiligungen kein kartellrechtliches Problembewusstsein haben und oft von der Mitteilung überrascht werden, eine Transaktion sei kartellrechtlich nicht unproblematisch. Das gilt zum einen für den Kaufvorgang als solchen, aber auch für begleitende Absprachen, die anlässlich von Un-

<sup>1</sup> 6. Gesetz zur Änderung des GWB in der Fassung der Bekanntmachung v. 26.8.1998, BGBl. I 1998, 2521.

<sup>2</sup> Mestmäcker/Veelken in Immenga/Mestmäcker, GWB, § 39 GWB Rz. 1.

<sup>3</sup> Vgl. RegBegr. zu dem Entwurf eines 6. Gesetzes zur Änderung des GWB, BT-Drucks. 13/9720; Mestmäcker/Veelken in Immenga/Mestmäcker, GWB, § 39 GWB Rz. 1.

ternehmenskaufverträgen getroffen werden sollen, z.B. Lieferverträge, Gebietsabgrenzungen usw.

## VI. Einfluss des Unternehmenskaufs auf die Führungsstruktur

- 70 Ein Unternehmens- oder Beteiligungskauf ist oft der Anlass für **personalpolitische Veränderungen**. Dabei soll hier nicht der Blick gelenkt werden auf die Sozialpläne auslösenden Änderungen auf der Ebene der gewerblichen Arbeitnehmer sowie der Angestellten auf unterer und mittlerer Ebene. Diese Auswirkungen werden von *Bauer/von Steinau-Steinrück/Thees* im arbeitsrechtlichen Teil (Teil V) untersucht. Betrachtet werden vielmehr die Auswirkungen des Inhaberwechsels auf die Führungskräfte des Unternehmens, d.h. auf die Geschäftsführungs- bzw. Vorstandsebene sowie auf die leitenden Angestellten. Nach Unternehmenskäufen scheiden deutlich mehr Führungskräfte aus als bei normaler Geschäftstätigkeit. In Deutschland ist die Ausscheidensquote allerdings noch erheblich geringer als in den USA.<sup>1</sup> Über die personellen Änderungen hinaus ändern sich oft auch die Managementtechniken. Ein klassisches Beispiel ist der Übergang von einer rechtsformorientierten Leitung zum Prinzip der Divisionalisierung.<sup>2</sup> Beide Komponenten möglicher Änderungen habe ich in der Überschrift zu diesem Abschnitt als Führungsstruktur bezeichnet.
- 71 **Auswirkungen auf die Führungsstruktur** zeigen sich in erster Linie bei dem Unternehmen, das erworben wird, also dem Erwerbsgegenstand. Dabei wird die Auswirkung bei Erwerb einer Minderheitsbeteiligung (weniger als 50 %) nicht sehr groß sein, da das typische rechtliche Kriterium der Minderheitsbeteiligung in der Möglichkeit des Abblockens von Entscheidungen besteht. Sie ermöglicht es nicht, eigene unternehmerische Leitlinien durchzusetzen. Kontrollfunktionen werden jedoch nicht in der Geschäftsleitungsebene, sondern im speziellen Kontrollorgan (Aufsichtsrat, Beirat) oder in der Gesellschafterversammlung verwirklicht. Minderheitsbeteiligungen bewirken also zumeist lediglich ein Revirement der Aufsichtsorgane, nicht des unternehmensleitenden Organs. Es gibt Ausnahmefälle. Bei Familiengesellschaften einer späteren Generation und deshalb großem Mitgliederkreis oder bei Aktiengesellschaften mit im Publikum breit gestreuten Aktien kann der Einstieg eines Großunternehmens als Minderheitsgesellschafter von den Altgesellschaftern gewollt oder ungewollt zu einem über die numerische Quote der Beteiligung hinausgehenden überproportionalen Einfluss auf die Führungsspitze führen.
- 72 Typischer Fall für die **Auswechslung des Managements** ist die Übernahme eines Familienunternehmens oder die Mehrheitsbeteiligung an einem Familienunternehmen durch einen Konzern. Die bisherigen zumeist familienangehörigen Manager werden durch Fremdmanager ersetzt. Der Austausch erfolgt ohne Übergangszeitraum. Leider veräußern Familienunternehmer oft erst zu

<sup>1</sup> *Gerpott*, Zfbf 1994, 46.

<sup>2</sup> Zu den rechtlichen Problemen bei der Aktiengesellschaft *Fleischer* in *Spindler/Stilz*, § 76 AktG Rz. 57 f.; *Spindler* in *MünchKomm. AktG*, § 77 AktG Rz. 67; *Wagner*, Divisionalisierung in der unverbundenen Aktiengesellschaft und im Aktienkonzern, 1992; *Weber* in *Hölters*, *Komm. AktG*, § 77 AktG Rz. 39 f.; *Schiessl*, ZGR 1992, 64.

einem sehr späten Zeitpunkt, in dem sich das Unternehmen nach Überschreiten des Gipfels eines langjährigen Aufschwungs wieder auf rasanter Talfahrt befindet. An der Beibehaltung des familieneigenen Managements, das diese Talfahrt verursacht hat, besteht dann kein Interesse. Zudem besteht auch bei den familienangehörigen Managern, die sich aufgrund generationenlanger Tradition mit den Unternehmen besonders verbunden fühlen, infolge des emotionalen Trennungsschmerzes wenig Neigung, nunmehr dem neuen Herrn zu dienen.

Wenn das Familienunternehmen bereits bei der Übernahme ganz oder zum Teil von Fremdmanagern geführt wurde, wird die Frage der Übernahme in erster Linie von der Einschätzung der Qualifikation durch den Erwerber abhängen. Auch wenn diese positiv ist, bleibt jedoch zweifelhaft, ob das Geschäftsführungs- oder Vorstandsmitglied eines Familienunternehmens mit dem gänzlich anderen **Führungsklima** eines Konzerns, in welchen das von ihm geführte Unternehmen integriert wurde, zurechtkommt. Konnte es vorher Entscheidungen allein oder nach Abstimmung mit einem kleinen Personenkreis treffen, so ist es nach Übernahme dem vielbeziehungsreichen Abstimmungsmechanismus innerhalb des Konzerns ausgesetzt. Auch an seine soziale Integrationsfähigkeit innerhalb der Unternehmenshierarchie werden neue, bislang unbekannte Anforderungen gestellt. Wer innerhalb eines kleinen einfachen Führungsstabes eine Autorität war und dem aufgrund dessen soziale Achtung im Übermaß entgegengebracht wurde, wird in einem breit gefächerten Führungsmechanismus mit einem ausgeklügelten System sozialer Interdependenzen oft zum Störfaktor. Häufig sind deshalb Führungskräfte eines Familienunternehmens, die zunächst von einem Konzern übernommen wurden, nach sehr kurzer Zeit wieder ausgeschieden. Diese Zusammenhänge sollten vom Erwerber bei der personalpolitischen Planung, von der Führungskraft bei der Gestaltung seiner Zukunft beachtet werden.

Ist das übernommene Unternehmen kein Familienunternehmen, sondern wechselt es von einem Konzernverbund zum anderen, verringert sich zwar die Wechselproblematik, ist jedoch nicht außer Acht zu lassen. In fachlicher Sicht wird das Unternehmen nunmehr in die Konzernpolitik des Erwerbers eingebunden. Es findet eine gemeinsame Unternehmensplanung statt, die teilweise von den beim übernommenen Unternehmen gewohnten Methoden abweicht. Das erfordert ein Umdenken. Weiterhin bildet sich des Öfteren ein **Rivalitätsverhältnis** („Stallrivalität“) zwischen den **Führungspersonen** des übernommenen Unternehmens und denen des Übernehmers. Die Führungsschicht des übernommenen Unternehmens neigt trotz zwar vielleicht vorhandener Rivalitäten dazu, zusammenzuhalten und sich gegenüber dem Erwerber abzukapseln. Diese Machtkämpfe können dazu führen, dass innerhalb einiger Jahre nach Übernahme entweder der gesamte Führungsstab des übernommenen Unternehmens ausgeschieden ist oder – seltener – den Einbruch in einen Managementbereich des Übernehmers in der Weise geschafft hat, dass ein Führungsbereich des Übernehmers komplett ausgewechselt wurde.

Der gerade genannte Fall ist zugleich einer der seltenen, in denen die Übernahme eines Unternehmens Auswirkungen auf die **Führungsspitze des Erwerbers** hat. Das erwerbende Unternehmen wird meist das in der jüngeren Zeit erfolgreichere sein und deshalb kraft gesellschaftsrechtlichen Einflusses und fak-

tischer Überzeugungskraft seine Führungsebene und seine Managementmethoden auf das erworbene Unternehmen übertragen, nicht umgekehrt. Ausnahmen bestätigen auch hier die Regel.

- 76 Friktionen zwischen den Hierarchien des übernehmenden Konzerns und des erworbenen Unternehmens ergeben sich oft auch durch den Erlass von **Konzernrichtlinien**. Diese sind aus der Sicht des Managements der Konzernholding oft notwendig, um eine effektive Konzernleitung zu ermöglichen und das Abstimmungsprozedere sowie rechtsformübergreifende Zuständigkeiten innerhalb des Konzerns festzulegen. Unabhängig von der Frage, dass die rechtlichen Auswirkungen dieser Konzernrichtlinien einer aktienrechtlichen und bei bestimmten Unternehmensformen einer aufsichtsrechtlichen Überprüfung bedürfen (Kreditwesengesetz bzw. Versicherungsaufsichtsgesetz bei Banken und Versicherungsgesellschaften als abhängigen Unternehmen), erweckt die Formalisierung des Konzerneinflusses oft zusätzlichen Widerstandswillen bei der „eroberten“ Managementgarde. Aktienrechtlich sind Konzernrichtlinien und deren Umsetzung nicht unproblematisch.

## VII. Management Buy-Out und Leveraged Buy-Out

**Literatur:** *Böhme*, Kapitalschutz und die Bestellung von Sicherheiten beim Leveraged Buy-Out in der englischen und deutschen Rechtspraxis, 2004; *Diem*, Akquisitionsfinanzierung – Kredite für Unternehmenskäufe, 2. Aufl. 2009; *Ecker/Heckemüller*, Der deutsche Leveraged Finance-Markt und die Beziehung zwischen Private Equity-Häusern und Anbietern von Akquisitionsfinanzierung, MAR 2005, 16; *Eilers/Koffka/Mackensen*, Private Equity, 2009; *Fleischer*, Informationspflichten der Geschäftsleiter beim Management Buy-Out im Schnittpunkt von Vertrags-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, AG 2000, 309; *Haak*, Management- und Employee-Buy-Out: ein Mittel zur Arbeitsplatzsicherung?, 2002; *Hohaus/Inhuster*, Rahmenbedingungen von Management-Beteiligungen, DStR 2003, 1765; *Hug/Ernst*, Finanzierungsmodelle von Leveraged Buy-outs, MAR 2003, 441, 1765; *Koblenzer*, Management Buy-Out (MBO) und Management Buy-In (MBI) als Instrumente der Unternehmensnachfolge, ZEV 2002, 350; *Labbé*, Unternehmensnachfolge durch Management-Buy-Out, DB 2001, 2362; *Lichtner*, Private Equity muss sich veränderten Gegebenheiten anpassen, MAR 2009, 14; *Magnus/Pfister*, LBO-Finanzierung im Stresstest – Handlungsoptionen und Strategien von Kreditgebern, MAR 2010, 177; *Mittendorfer*, Praxishandbuch Akquisitionsfinanzierung – Erfolgsfaktoren fremdfinanzierter Unternehmensübernahmen, 2007; *Münchow/Striegel/Jesch*, Management Buy-Out (MBO), Beck'sche Musterverträge, 2008; *Oechsler* in MünchKomm. AktG, 3. Aufl. 2008, § 71a AktG Rz. 1 f.; *Schäffler*, Leveraged Buy-Out, 2006; *Schiereck/Lange*, Unternehmensnachfolge und Private Equity, 2002; *Thum/Timmreck/Keul*, Private Equity, 2008; *Tirpitz*, Die Pflichten der GmbH-Manager gegenüber den Altgesellschaftern beim Management Buy-Out, 2001; *Scheiter/Dunne/Niewiem/Ostroumov*, „Zurück in die Zukunft“ – In der Private Equity-Branche steht Performance wieder auf Nummer eins, MAR 2010, 1; *Weber/Hohaus*, Buy-Outs: Funktionsweise, Strukturierung, Bewertung und Umsetzung von Unternehmenstransaktionen, 2010; *Weitnauer*, Management Buy-Out, 2003; *Weitnauer*, Handbuch Venture Capital, 3. Aufl. 2007.

### 1. Entwicklung in Deutschland und Begriffsdefinition

- 77 Seit Beginn der 80er Jahre des vorangegangenen Jahrhunderts sind in Deutschland zunehmend Unternehmenskäufe mit den angeblich neuen Übernahmetechniken des **Management Buy-Out** und des **Leveraged Buy-Out** durchgeführt worden. Tatsächlich handelt es sich dabei um Übernahmen, die grundsätzlich keine anderen Probleme aufwerfen als andere Unternehmenskäufe – lediglich

in einer speziellen Konzentration und Gewichtung. Beide Begriffe wurden in den USA geprägt.<sup>1</sup> Dabei versteht man unter einem Management Buy-Out (MBO) den Kauf des Unternehmens durch die bisherigen Manager. Von einem **Management Buy-In (MBI)** spricht man, wenn bisher dem Unternehmen fremde Manager dieses oder die Anteile an dem Unternehmen erwerben. Der Begriff **Leveraged Buy-Out (LBO)** nimmt nicht auf die Person des Erwerbers, sondern auf die Form der Finanzierung und die damit verbundenen rechtlichen und steuerlichen Probleme Bezug: Die Kredite, welche zur Finanzierung des Kaufpreises aufgenommen wurden, werden aus dem Cashflow des Unternehmens bedient und über Vermögensgegenstände des Unternehmens abgesichert.<sup>2</sup>

MBO werden, da das Management nicht über genügend eigene Kreditressourcen verfügt, in der Form des LBO abgewickelt.<sup>3</sup> Dagegen kann ein LBO auch bei Unternehmenskäufen Anwendung finden, bei denen nicht das bisherige Management zum Erwerberkreis gehört, z.B. wenn Erwerber ein Private Equity Fond ist (vgl. Teil XII Rz. 8, Rz. 15, Rz. 23 und Rz. 67 ff.).

MBO und LBO haben bei uns bei weitem nicht die Bedeutung und die Häufigkeit erlangt, wie in ihrem Ursprungsland USA, aber z.B. auch in Großbritannien. Es ist abzuwarten, ob eine annähernde Bedeutung auch hier erreicht werden wird. Das mag zum einen, wie oft behauptet wird, mit der im Vergleich zu den genannten Ländern geringeren Risikofreudigkeit des deutschen Managements zusammenhängen. Der Hauptgrund dürfte jedoch in den in Deutschland schwierigeren rechtlichen und steuerrechtlichen Rahmenbedingungen liegen. Allerdings sind auch hier die Probleme bei entsprechender rechtlicher und steuerrechtlicher Gestaltung lösbar. So könnte sich ein verbreitetes Anwendungsgebiet des MBO/LBO in den klassischen Problemsituationen ergeben: Zum einen kann der Aufkauf durch die bisherigen Manager eine Lösung zur Nachfolgeregelung bei klassischen Familiengesellschaften bieten, die nicht in der Lage sind, das Nachfolgeproblem intern, z.B. durch Einsatz von Fremdmanagement, Gang an die Börse etc., sondern nur noch durch Verkauf zu lösen.<sup>4</sup> Zum anderen wird das MBO/LBO oft bei der Verselbstständigung von Konzernteilen angewandt.<sup>5</sup> Oft führen bestimmte Konzernabteilungen ein Schattendasein und sind in ihrer Entwicklung gehemmt. Nach der Herauslösung aus dem Konzern unter Führung ihrer Manager („Spin-Off“) gelangen sie aufgrund ihrer neu gewonnenen Freiheit und Flexibilität teilweise zu erstaunlichen Ergebnissen.

Private Equity Fonds legen in den allermeisten Fällen Wert darauf, dass sich das Management kapitalmäßig – wenn auch mit einem im Verhältnis geringen Kapitalanteil – beteiligt. Es handelt sich dann um eine Kombination zwischen Equity Investment und MBO. Daraus ergibt sich zusätzlicher Regelungsbedarf zwischen Management und Private Equity Investor.

<sup>1</sup> S. zur Entwicklung in den USA Thum/Timmreck/Keul, Private Equity, S. 5 ff.

<sup>2</sup> Vgl. Hug/Ernst, MAR 2003, 441; Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, § 13, Rz. 4 f.; Diem, Akquisitionsfinanzierung, § 1, Rz. 12; Thum/Timmreck/Keul, Private Equity, 2008, S. 92 ff.

<sup>3</sup> Picot in Picot, Hdb. Mergers & Acquisitions, S. 2 (11).

<sup>4</sup> Picot in Picot, Hdb. Mergers & Acquisitions, S. 2 (11); Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, § 13, Rz. 2; Labbé, DB 2001, 2362 f.

<sup>5</sup> Timmreck, MAR 2003, 225 (229); Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, § 13, Rz. 2.

- 81 Wegen der **hohen Fremdfinanzierung** der Akquisition (früher teilweise zu 100 %, nach der Finanzmarktkrise deutlich zurückgehend) und dem daraus resultierenden besonderen **Sicherungsinteresse** der kreditgebenden Banken kommt ein MBO nur bei solchen Unternehmen in Betracht, die eine stetige hohe Rendite aufweisen und bei denen das Vertrauen der Kreditgeber gegenüber dem Management vorhanden ist, dass sich diese hohen Renditeerwartungen auch in Zukunft erfüllen werden. Es werden gemeinhin folgende **Anforderungen** an das Unternehmen gestellt, dessen Anteile im Wege eines **MBO/LBO** erworben werden sollen:
- Hoher Reifegrad mit etabliertem Geschäftsgegenstand und vergleichsweise geringem Investitionsbedarf;
  - starker kontinuierlicher, von saisonalen Schwankungen unabhängiger Cashflow;
  - stille Reserven in nicht betriebsnotwendigen veräußerbaren Aktiva;
  - qualifiziertes Management;
  - geringe Ausfallquoten und kurze Zahlungsziele bei Forderungen;
  - hohe Beleihungsgrenzen für das Anlagevermögen.

## 2. Rechtliche und steuerrechtliche Probleme

- 82 Die rechtlichen Probleme des MBO ergeben sich in drei verschiedenen Phasen: In der Vorbereitungsphase des Kaufs geraten die Manager des Unternehmens in einen Loyalitätskonflikt.<sup>1</sup> Sie kennen die Stärken und Schwächen des Unternehmens. Mit dieser Kenntnis müssen sie Vorbereitungshandlungen treffen. Sie müssen Gespräche mit kreditgebenden Banken oder Venture-Capital-Gesellschaften sowie mit Lieferanten und Kunden führen. Dies ist zunächst ein Zeitproblem. Als Organmitglied oder leitende Angestellte werden die Manager gehalten sein, ihre gesamte Arbeitskraft in den Dienst des Unternehmens zu stellen. Selbst wenn die entscheidenden Gespräche aber, was praktisch kaum durchführbar ist, in Nachtstunden und an Wochenenden geführt würden, werden die Manager damit zwangsläufig gegen ihre **Geheimhaltungspflicht** verstoßen. Potenzielle Kreditgeber werden einiges über das Unternehmen wissen wollen, wenn ihre Kredite ausschließlich aus den Erträgen des Unternehmens bedient werden sollen. Dasselbe gilt für Lieferanten und Abnehmer, die günstigere Konditionen gewähren sollen. Ohne Verstoß gegen seine Geheimhaltungspflichten kann das Management diese Vorgespräche nur führen, wenn bereits in diesem Stadium den Gesellschaftern eine entsprechende Mitteilung gemacht wird.
- 83 Im Verhandlungsstadium geht es im Wesentlichen um den Kaufpreis. Das erwerbswillige Management hat zumeist einen Informationsvorsprung gegenüber den Gesellschaftern als Veräußerern. Wenn ihm nicht bestimmte Ansatzpunkte bekannt wären, bei deren Umsetzung und richtiger und besserer Leitung die Ertragskraft des Unternehmens zu verbessern wäre, würde man

<sup>1</sup> Vgl. hierzu *Krafft*, Verlagsbeilage Nr. 227, Unternehmensbeteiligungen, zur Frankfurter Allgemeinen Zeitung v. 20.9.2003; *Weitnauer*, Management Buy-Out, Teil E, Rz. 51 ff.

nicht an einen Erwerb denken. Es stellt sich die Frage, ob das Management als Erwerber **Offenbarungs- und Aufklärungspflichten** gegenüber den Veräußerern hat.<sup>1</sup>

**Beispiel:**

Ein Unternehmen der Metall verarbeitenden Industrie ist Eigentümer eines Grundstücks, auf dem eine ältere Lagerhalle errichtet ist. Dieses Grundstück findet bei den Kaufvertragsverhandlungen wenig Beachtung. Das Management weiß jedoch, dass eine Baumarktgruppe an dieser Lagerhalle dringend interessiert ist und das Grundstück zu einem hohen Preis zu erwerben bereit ist. Die in der Lagerhalle befindlichen Teile könnten dagegen anderweitig untergebracht werden.

Während beim typischen Unternehmenskauf die Frage der Offenbarungspflicht auf der Veräußererseite liegt, stellt sich beim MBO die Frage der Aufklärungspflicht durch den Erwerber über stille Reserven und den Gesellschaftern nicht bekannte Gewinnpotenziale des Unternehmens. Eine Offenbarungspflicht des Käufers, dem Verkäufer werterhöhende Umstände mitzuteilen, erkennt die Rechtsprechung nur in Ausnahmefällen an.<sup>2</sup> 84

Bei derart gravierenden Fällen wie dem oben genannten Beispielsfall liegt es jedoch nahe, einen zur Anfechtbarkeit des Kaufvertrages (§ 123 BGB) und gegebenenfalls zum Schadensersatz aus positiver **Vertragsverletzung** (§ 280 Abs. 1 BGB) führenden Tatbestand anzunehmen. Von der Rechtsprechung entschiedene Fälle gibt es noch nicht. Dieses Haftungsrisiko legt es nahe, dass bisherige Inhaber und das Management offen über Probleme und auch künftige Chancen des Unternehmens sprechen. Häufig wird das Management Gestaltungsmöglichkeiten zur Verbesserung der Unternehmenssituation bereits vorgetragen haben, die gerade aus internen Hinderungsgründen nicht zur Ausführung kamen. Die Verkaufssituation entstand also gerade dadurch, dass die bisherigen Inhaber den Vorschlägen des Managements nicht folgen wollten. 85

Die größte rechtliche Gefahrensituation für das Management ergibt sich bei der Besicherung der Finanzierung des erworbenen Unternehmens, die in Anbetracht des fehlenden Eigenkapitals bei den Erwerbern nur über die Vermögenswerte der Gesellschaft erfolgen kann (vgl. dazu im Einzelnen Teil III Rz. 76 ff.). Die Hingabe von Sicherheiten für die Kaufpreisverbindlichkeiten der neuen Gesellschaft kann eine verbotene **Rückzahlung von Eigenkapital** darstellen. Die Rechtslage ist im Einzelnen unterschiedlich, je nachdem, ob es sich bei dem Erwerbsobjekt um ein Unternehmen in der Rechtsform der GmbH (§§ 33 ff. GmbHG) oder um eine Aktiengesellschaft handelt (§ 57 AktG). Unter strafrechtlichen Gesichtspunkten ist für die Geschäftsführer des Erwerbsobjektes der Untreuetatbestand (§ 266 StGB) zu beachten. 86

Auch die steuerliche Behandlung des MBO/LBO wirft grundsätzlich keine anderen Probleme auf als jeder andere Unternehmenskauf. Wegen der schwachen Kapitaldecke der Erwerber und der daraus resultierenden Notwendigkeit der 87

1 Vgl. *Fleischer*, AG 2000, 309 ff.; *Beinert/Burmeister/Tries*, Mergers & Acquisitions in Germany, 2009, S. 86 f.

2 Vgl. *Beckmann* in Staudinger, § 433 BGB Rz. 175 m.w.N.; *Huber* in Soergel, Anh. I, § 433 BGB Rz. 130 m.w.N.

Verzinsung und Tilgung der Kaufpreisdarlehen aus dem **Cashflow** des Unternehmens erhält die steuerliche Planung und Gestaltung jedoch einen noch höheren Stellenwert als bei anderen Unternehmenskäufen. Auch der kleinste Vorteil bei der steuerlichen Gestaltung kann für das Gelingen des MBO entscheidend sein (vgl. zur steuerlichen Behandlung im Einzelnen Teil IV Rz. 274 ff.).

### VIII. Unfriendly Takeovers (Feindliche Übernahmen)

- 88 Eines der in den vergangenen Jahren auf dem Gebiet des Unternehmenskaufs meist diskutierten Probleme ist das der feindlichen Übernahmen (Unfriendly Takeovers). Dabei handelt es sich um Akquisitionsversuche, die vom Erwerbsinteressenten **gegen den Willen der Unternehmensleitung des Zielobjekts** vorgenommen werden. Wie fast alle Begriffe auf dem Gebiet der „Mergers & Acquisitions“ stammt er aus dem angloamerikanischen Rechtsbereich. Sowohl in den USA als auch in Großbritannien haben „Unfriendly Takeovers“ und „Hostile Takeovers“ eine lange Tradition.<sup>1</sup> Da die gesellschaftsrechtlichen Gegebenheiten in den USA und Großbritannien gegenüber dem deutschen Recht gänzlich anders gelagert sind, ließ sich die breite Diskussionspalette, die mit diesem Themenkreis verbunden war, lange nicht auf den deutschen Unternehmensmarkt übertragen. Die Frage, wie sich eine Geschäftsführung oder ein Vorstand gegenüber Übernahmeversuchen nach deutschem Recht zu verhalten habe oder wie er sich verhalten könne, stellte sich früher nicht. Im deutschen Recht wurde als selbstverständlich vorausgesetzt, dass die Geschäftsleitung eines Unternehmens keine eigenen Interessen in der Richtung auszuüben habe, wer Anteilseigner des Unternehmens sei. Ob den Vorstand eine allgemeine aktienrechtliche Neutralitätspflicht trifft, ist umstritten, jedoch eher von dogmatischer Relevanz.<sup>2</sup> Der Vorstand darf keinen sachlich nicht gerechtfertigten Einfluss auf die Zusammensetzung des Aktionärskreis nehmen.<sup>3</sup> Ein Eingreifen ist ausnahmsweise dann gerechtfertigt, wenn sich Veränderungen des Aktionärskreises in erheblicher Weise auf die Verhältnisse der Gesellschaft auswirken und eine schwere Schädigung der Gesellschaft zu befürchten ist.<sup>4</sup> Interesse erlangte das Thema erst nach – zumindest in einem breiteren Bewusstsein –, als die Assurances Générales de France (AGF) den Versuch unternahm, eine Mehrheitsbeteiligung an der Aachener Münchener Beteiligungs-AG (AMB) zu erwerben. Es erregte Aufsehen in der Wirtschaftspresse, als der Vorstand der AMB den Versuch unternahm, sich dieser Übernahme zu widersetzen. In rechtlicher Hinsicht wurde seinerzeit diskutiert, ob und unter welchen Voraussetzungen er zur Umschreibung von Namensaktien verpflichtet sei.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Michalski, AG 1997, 152.

<sup>2</sup> S. hierzu Weber in Hölters, Komm. AktG, § 76 AktG Rz. 49 ff.

<sup>3</sup> S. hierzu Weber in Hölters, Komm. AktG, § 76 AktG Rz. 49 m.w.N.

<sup>4</sup> S. hierzu Weber in Hölters, Komm. AktG, § 76 AktG Rz. 50.

<sup>5</sup> Vgl. BGH v. 1.12.1986 – II ZR 287/85, NJW 1987, 1019; LG Aachen v. 19.5.1992 – 41 O 30/92, DB 1992, 1565 (1566); Cahn in Spindler/Stilz, § 68 AktG Rz. 54 f.; Geßler, Aktiengesetz, Bd. 1, Stand Oktober 2006, § 68 AktG Rz. 8; Lutter in KölnKomm. AktG, § 68 AktG Rz. 78 ff.; Lutter, AG 1992, 369 (370 f.); Wirth, DB 1992, 617 (618 ff.).



Danach gab es einen noch spektakuläreren Fall einer feindlichen Übernahme der Mannesmann AG durch Vodafone,<sup>1</sup> der auch aktuell noch für Schlagzeilen sorgt: Wegen der Zahlung hoher „Anerkennungsprämien“ und „Alternativpensionen“ an Mannesmann-Manager, Betriebspensionäre und deren Angehörige im Zusammenhang mit der Übernahme mussten sich seit Januar 2004 der ehemalige Vorstandsvorsitzende der Mannesmann AG sowie mehrere ehemalige Aufsichtsratsmitglieder in einem öffentlichkeitswirksamen Verfahren wegen des Vorwurfs der schweren Untreue vor dem Landgericht Düsseldorf strafrechtlich verantworten.<sup>2</sup> Letztlich wurden zwar sämtliche Angeklagten vom strafrechtlichen Vorwurf der Untreue freigesprochen. Das Gericht sah jedoch einen Verstoß gegen aktienrechtliche Vorschriften als gegeben an, da die beanstandeten Prämien nicht im Unternehmensinteresse der ehemaligen Mannesmann AG gelegen hätten. Die Revision vor dem BGH<sup>3</sup> ergab eine Aufhebung der Freisprüche. Der BGH sah sehr wohl den Tatbestand der strafbaren Untreue durch das Verhalten der Angeklagten als verwirklicht an.<sup>4</sup>

Als weiterer Fall ist die feindliche Übernahme der Continental AG durch die Schaeffler KG sowie der feindliche Übernahmeversuch der Volkswagen AG durch die damalige Porsche AG zu nennen. In beiden Fällen hatte sich der jeweilige Bieter vor Bekanntgabe des Übernahmeversuchs einen bedeutenden Anteil an den Stimmrechten der Zielgesellschaft mit Hilfe von derivativen Finanzinstrumenten mit Barausgleich gesichert, ohne dies zu veröffentlichen. Diesen Versuch der unbemerkten Erlangung von Stimmrechten an einer Zielgesellschaft im Vorfeld einer Unternehmensübernahme wird gemeinhin als *Anschleichen* bezeichnet.<sup>5</sup> Im Fall Schaeffler/Continental<sup>6</sup> hatte die Schaeffler KG bereits vor Abgabe ihres freiwilligen Übernahmeangebots Cash Settled Total Return Equity Swap-Geschäfte<sup>7</sup> über 28 % der Aktien der Continental AG mit verschiedenen Banken abgeschlossen, die durch die Schaeffler KG jederzeit kündbar waren. Daneben besaß die Schaeffler Gruppe bereits 2,97 % der Continental-Aktien und Finanzinstrumente, die zum Erwerb von weiteren 4,95 % der Continental-Aktien berechtigten.<sup>8</sup> Es erfolgte durch die Schaeffler KG vor Abgabe des freiwilligen Übernahmeangebots weder eine Mitteilung über die gehaltenen Anteile und den Abschluss der Equity Swap-Geschäfte, noch ein Pflichtangebot nach § 35 Abs. 2 WpÜG. Die Continental AG sah das Verhalten der Schaeffler KG als unzulässig an. Die BaFin erachtete das Verhalten der Schaeffler KG damals dagegen als zulässig und billigte deren Angebots-

1 Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 4.2.2000; LG Düsseldorf v. 14.12.1999 – 10 O 495/99 Q, AG 2000, 233 zu den Pflichten des Vorstands bei der Abwehr von Übernahmeangeboten.

2 Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 17. und 21.1.2004.

3 BGH v. 21.12.2005 – 3 StR 470/04 – Mannesmann, BGHSt 50, 331; hierzu *Fleischer*, DB 2006, 542; *Kort*, NJW 2005, 333; *Peltzer*, ZIP 2006, 205; *Ransiek*, NJW 2006, 814; *Spindler*, ZIP 2006, 349; vgl. auch im Zusammenhang mit der Frage der Zulässigkeit von Change Of Control-Klauseln: *Dauner-Lieb*, DB 2008, 567 und *Kort*, AG 2006, 106.

4 BGH v. 21.12.2005 – 3 StR 470/04 – Mannesmann, BGHSt 50, 335 ff.

5 *Eichner*, ZRP 2010, 5.

6 Hierzu *Eichner*, ZRP 2010, 5; *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501; *Habersack*, AG 2008, 817; *Schanz*, DB 2008, 1899; *Weber/Meckbach*, BB 2008, 2022.

7 S. hierzu *Eichner*, ZRP 2010, 5; *Fleischer*, ZIP 2008, 1501 (1503 f.); *Schanz*, DB 2008, 1899 (1901); *Bühler* in KölnKomm. WpHG, § 22 WpHG Rz. 87.

8 Vgl. *Fleischer/Schmolke*, NZG 2009, 401 (404); *Habersack*, AG 2008, 817; *Schanz*, DB 2008, 1899.

unterlage.<sup>1</sup> Die wohl herrschende Meinung folgt der Auffassung der BaFin und lehnt zu Recht ab, dass der Aufbau einer Swap-Position mit Barausgleich eine Mitteilungspflicht nach § 25 WpHG auslösen kann<sup>2</sup> und die zur deren Absicherung zugrundegelegten Aktien dem Investor zurechenbar sind,<sup>3</sup> so dass dem weder eine Mitteilungspflicht nach §§ 21 ff. WpHG und § 35 Abs. 1 WpÜG noch eine Pflicht zur Abgabe eines Pflichtangebots nach § 35 Abs. 2 WpÜG Investor erwachsen kann. Im Fall der versuchten Übernahme der Volkswagen AG durch die damalige Porsche AG hatte Porsche ebenfalls unbemerkt mit Hilfe von Cash-settled Options ihre Anteile an der Volkswagen AG aufgestockt und überraschte erst spät mit der Bekanntgabe einer geplanten Übernahme.<sup>4</sup> Dem Problem des Anschleichens hat sich mittlerweile auch der Gesetzgeber angenommen. Das Bundesfinanzministerium hat einen Diskussionsentwurf für ein Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes (Stand 3.5.2010) veröffentlicht.<sup>5</sup> Das geplante Gesetzesvorhaben soll neue Meldepflichten einführen, mit dem das unbemerkte Anschleichen verhindert werden kann.<sup>6</sup>

- 91 Durch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) wurden mit Wirkung zum 1.1.2002 erstmals Verhaltensregeln für den Vorstand einer von einem öffentlichen Übernahmeangebot betroffenen Gesellschaft (Zielgesellschaft) ausdrücklich gesetzlich normiert. Gemäß § 33 Abs. 1 WpÜG darf der Vorstand der Zielgesellschaft grundsätzlich keine Handlungen vornehmen, durch die der Erfolg des Übernahmeangebots verhindert werden könnte. Ausgenommen sind Handlungen der laufenden Geschäftsführung, die ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter auch ohne das Vorliegen eines Übernahmeangebotes vorgenommen hätte, die Suche nach einem konkurrierenden Übernahmeangebot sowie Handlungen, denen der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zugestimmt hat. Darüber hinaus kann sich der Vorstand gemäß § 33 Abs. 2 WpÜG von der Hauptversammlung zu Abwehrmaßnahmen ermächtigen lassen. Die Ermächtigung kann sowohl erst während eines konkreten Übernahmeangebotes als auch bereits im Vorfeld eines eventuellen Übernahmeangebots durch einen so genannten Vorratsbeschluss erteilt werden. Zu den Einzelheiten vgl. Teil XI Rz. 163 ff.
- 92 Das Thema der Einführung eines Übernahmegesetzes wurde mitbeeinflusst durch die Diskussion um eine EU-Übernehmerichtlinie (s. Teil XI Rz. 21 ff.).<sup>7</sup>

1 Pressemitteilung der BaFin v. 21.8.2008, abrufbar unter [www.bafin.de](http://www.bafin.de) (Stand 30.6.2010).

2 S. u.a. *Baums/Sauter*, ZHR 173 (2009), 454 (468 f.); *Eichner*, ZRP 2010, 5 (6); *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501 (1504); *Merkner/Sustmann*, NZG 2010, 681 (682); a.A. *Uwe H. Schneider/Anzinger*, ZIP 2009, 1 (7 f.); *Uwe H. Schneider/Brouwer*, AG 2008, 557 (562 ff.).

3 *Baums/Sauter*, ZHR 173 (2009), 454 (468 f.); *Eichner*, ZRP 2010, 5 (6); *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501 (1504 ff.) (außer durch Nebenabreden ergibt sich etwas anderes); v. *Bülow* in *KölnKomm. WpHG*, § 22 WpHG Rz. 87 und Rz. 121; *Merkner/Sustmann*, NZG 2010, 681 (682); a.A. *Engert*, ZIP 2006, 2105 (2110); *Habersack*, AG 2008, 817 (818 ff.); *Schanz*, DB 2008, 1899 (1902 ff.); *Weber/Meckbach*, BB 2008, 2022 (2026 ff.).

4 *Osman*, Handelsblatt v. 24.8.2009.

5 Mitteilung des Bundesfinanzministerium vom 11.5.2010, abrufbar unter [www.bundesfinanzministerium.de](http://www.bundesfinanzministerium.de) (Stand 31.6.2010).

6 S. hierzu *Merkner/Sustmann*, NZG 2010, 681 (683 ff.).

7 S. *Zehetmeier-Müller/Zirngibl* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG, Einleitung, Rz. 2.

Nachdem das Zustandekommen einer solchen Richtlinie in den letzten fünfzehn Jahren mehrfach, zuletzt 2001 am Widerstand Deutschlands, gescheitert war, hat der Ministerrat (Justiz und Inneres) am 30.3.2004 schließlich eine Europäische Übernahmerichtlinie<sup>1</sup> verabschiedet. Die Richtlinie ist am 20.5.2004 in Kraft getreten und war in den Mitgliedstaaten bis spätestens zum 20.5.2006 umzusetzen,<sup>2</sup> was dann am 14.7.2006 erfolgte.<sup>3</sup> Eine Einigung auf EU-Ebene war erst möglich geworden, nachdem ursprüngliche Vorschläge der EU-Kommission zur weitgehenden Abschaffung nationaler Übernahmehürden entschärft wurden. Die nunmehr verabschiedete Richtlinie erlaubt den Mitgliedstaaten weiterhin, an bestimmten nationalen Instrumenten zur Abwehr unerwünschter Firmenübernahmen festzuhalten. Dazu zählen in Deutschland so genannte Vorratsbeschlüsse, mit denen die Aktionäre bereits ohne konkretes Übernahmeangebot Abwehrmaßnahmen autorisieren können. Unternehmen in skandinavischen Ländern verbleibt weiterhin die Möglichkeit, sich mit Mehrfachstimmrechten vor feindlichen Übernahmen zu schützen. In der Richtlinie ist allerdings vorgesehen, dass sich Gesellschaften mit Sitz in einem Mitgliedstaat, der an bestimmten Abwehrinstrumenten festhält, individuell durch Hauptversammlungsbeschluss mit satzungsändernder Mehrheit auch einer umfassenden Neutralitätspflicht unterwerfen können.<sup>4</sup> Zu den Einzelheiten vgl. Teil XI Rz. 154 ff.

## B. Projektmanagement beim Unternehmenskauf

**Literatur:** *Balz/Arlinghaus*, Das Praxishandbuch Mergers & Acquisitions – Von der strategischen Überlegung zur erfolgreichen Integration, 2. Aufl. 2007; *Jansen/Körner*, Fusionsmanagement in Deutschland, 2000; *Lucks/Meckl*, Internationale Mergers & Acquisitions: Der prozessorientierte Ansatz, 2002; *Lucks*, Management komplexer M&A-Projekte, MAR 2005, 159; *Mekl*, Organisation und Steuerung des Akquisitionsprozesses, in Wirtz, Handbuch Mergers & Acquisitions Management, 2006, S. 405 ff.; *Sodeik*, Projektmanagement wertorientierter Mergers & Acquisitions, 2009; *Stelter/Roos*, Organisation strategiebetriebener M&As, in Wirtz, Handbuch Mergers & Acquisitions Management, 2006, S. 339 ff.; *Wirtz/Schilke*, Struktur und Ablauf des Akquisitionsmanagements, in Wirtz, Handbuch Mergers & Acquisitions Management, 2006, S. 317 ff.; *Wöhler/Cumpe-lik*, Orchestrierung des M&A-Transaktionsprozesses in der Praxis, in Wirtz, Handbuch Mergers & Acquisitions Management, 2006, S. 451 ff.

### I. Einleitung

Unternehmenstransaktionen sind – nicht nur bei Mega-Deals, aber insbesondere bei diesen – äußerst komplexe Vorgänge, bei denen verschiedene betriebswirtschaftliche und rechtliche Aspekte stark ineinander greifen. Die erfolgrei-

93

<sup>1</sup> Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 21.4.2004 betreffend Übernahmeangebote.

<sup>2</sup> Vgl. *Wiesner*, ZIP 2004, 343; *Picot*, MAR 2004, 45; *Zschocke*, Finance 7/8 2004, 39; *Kindler/Horstmann*, DStR 2004, 866.

<sup>3</sup> Vgl. Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz) v. 8.7.2006, BGBl. I 2006, 1426; hierzu *Seibt/Heiser*, AG 2006, 301 ff.

<sup>4</sup> Vgl. *Krause* in Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 7.1.2004; *Kindler/Horstmann*, DStR 2004, 866 (868).

che Abwicklung einer Unternehmenstransaktion erfordert daher die **koordinierte Zusammenarbeit** von unternehmensinternen und -externen Fachleuten unterschiedlicher Disziplinen. Unternehmensintern sind dies die Vertreter verschiedener Fachbereiche (Produktion, Technik, Vertrieb, Finanzen), die für das Transaktionsobjekt verantwortlich sind oder sein werden. Als externe Berater sind insbesondere Rechtsanwälte, Steuerexperten, Wirtschaftsprüfer, Unternehmensberater und Investmentbanker beteiligt. Es handelt sich um eine Managementaufgabe, die aufgrund ihrer Komplexität und wirtschaftlichen Bedeutung besondere Anforderungen an die verantwortlichen Personen, und zwar sowohl an die betroffenen unternehmensinternen Kräfte als auch an die hinzugezogenen außenstehenden Berater stellt. Eine Unternehmenstransaktion ist ein „Projekt“, das heißt ein zeitlich, räumlich und sachlich begrenztes Arbeitsvorhaben, das sich durch seine Komplexität, relative Neuartigkeit, seinen einmaligen Ablauf sowie definierte Anfangs- und Endzeitpunkte auszeichnet.<sup>1</sup> Grundlage und Voraussetzung einer erfolgreichen Unternehmenstransaktion ist daher ein professionelles, effizientes und zielgerichtetes Projektmanagement.

- 94 In vergangenen Zeiten wurde ein Unternehmenskauf zumeist als ad-hoc-Aufgabe angesehen. Auch im Leben eines Großunternehmens war ein Unternehmenskauf etwas nicht Alltägliches. Die Verantwortlichkeiten und Teams wurden eher zufällig aufgrund einer Entscheidung des Vorstands oder des Vorstandsvorsitzenden, je nach Verfügbarkeit von Personen und vorhandener oder vermeintlicher Eignung, zusammengestellt. Dies geschah oft ohne die notwendige Professionalität wie sie in sämtlichen anderen Unternehmensbereichen zur Selbstverständlichkeit gehörte. Diese Zeiten sind bei Großunternehmen vorbei. Insbesondere bei Großunternehmen, bei denen Akquisitionen zur Tagesordnung gehören, sind dafür spezielle **M&A-Abteilungen** oder M&A-Ausschüsse gebildet worden, in denen Unternehmenskäufe (oder auch Unternehmensverkäufe) strategisch vorbereitet werden. Hier erfolgt die strategische Planung, in welchen Geschäftsfeldern akquiriert werden soll und welche Qualitäten das Zielobjekt aufzuweisen hat. Auch bei der Suche nach entsprechenden Zielobjekten ist oft in diesen Abteilungen beziehungsweise Ausschüssen unternehmensinternes Know-how vorhanden. Ansonsten wird in diesem Vorfeld bereits mit Investmentbanken zusammengearbeitet.
- 95 Von der professionellen Planung und Abwicklung eines Unternehmenskaufs bei Großunternehmen, die einen Unternehmenskauf als eine der wichtigsten Managementaufgaben begriffen haben, sind **mittelständische Unternehmen** oft noch weit entfernt. Erst recht gilt dies für Privatpersonen (Familien) als Veräußerer, die sich vom Unternehmen lösen wollen. Sie sind deshalb bei der Planung und Abwicklung eines Unternehmenskaufs häufig im Nachteil. Dies gilt erst recht, wenn die Veräußerung unter besonderem Druck aufgrund schwindender Liquidität des Unternehmens oder im Zusammenhang mit einer erbrechtlichen Auseinandersetzung erfolgt. Es sind insoweit aber Ansätze zu einer Änderung zu erkennen. Mittelständische Unternehmen und Privatpersonen als (zumeist) Veräußerer sind gut beraten, die Organisation von Un-

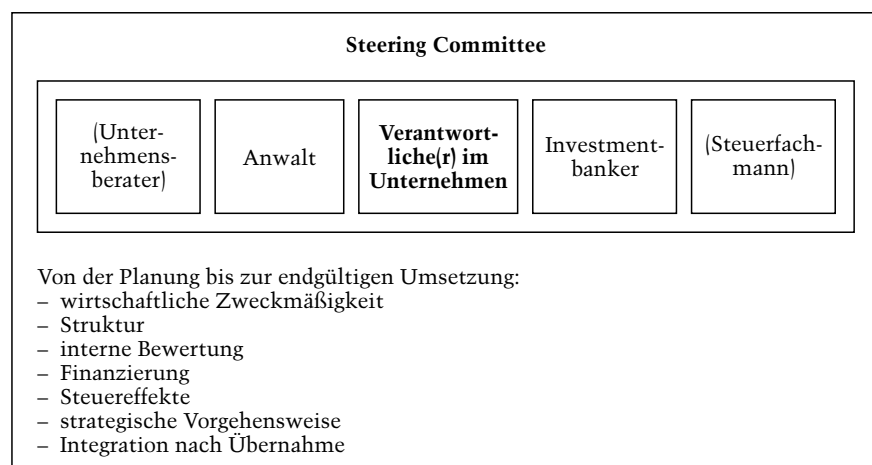
<sup>1</sup> Vgl. Berens in Berens/Brauner/Strauch, Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Aufl. 2002, S. 136.

ternehmenskäufen und -verkäufen von außenstehenden Beratern vornehmen zu lassen.

## II. Organisation des Unternehmenskaufs

### 1. Gesamtverantwortung eines Steering Committees

In der modernen Organisationsform zur Bewältigung einer Unternehmenstransaktion wird typischerweise ein Steering Committee sowohl auf der Erwerber- als auch auf der Veräußererseite gebildet. Das Steering Committee wird geleitet durch den Hauptverantwortlichen für die Transaktion, bei größeren Transaktionen durch ein Vorstandsmitglied. Neben weiteren Unternehmensangehörigen aus einzelnen Fachabteilungen und dem Finanzressort gehören dem Steering Committee typischerweise ein oder mehrere Vertreter der Investmentbank, ein akquisitionserfahrener Anwalt sowie möglicherweise noch, sofern sich dies anbietet, ein allgemeiner Unternehmensberater und der für die steuerliche Seite Hauptverantwortliche an. Die diesem Steering Committee gestellte Aufgabe lautet: Gesamtverantwortung statt Erledigung von Einzelaufgaben. Das Steering Committee begleitet die Transaktion **von der Planung bis zur Umsetzung**. Die letzte und entscheidende Verantwortung hat dabei immer der im Unternehmen Verantwortliche als Leiter des Steering Committees, also zum Beispiel bei einer größeren Transaktion ein Vorstandsmitglied. Der entscheidende Vorteil eines Steering Committees liegt darin, dass alle Sachfragen in einem Kreis, in dem das Fachwissen sämtlicher beim Unternehmenskauf relevanten Aspekte gebündelt wird, diskutiert werden und der Entscheidungsfindung zugrunde liegen.



In einem ersten Stadium wird im Steering Committee die wirtschaftliche Zweckmäßigkeit der Akquisition erörtert. Alsdann muss die Struktur der **Transaktion** festgelegt werden. Diese kann insbesondere bei größeren Transaktionen unter Beteiligung mehrerer Unternehmen äußerst komplex sein. Weiterhin muss eine interne Bewertung zum Zwecke der Festsetzung des Preiszieles vorgenommen werden. Finanzierungsfragen und Steuereffekte wer-

den diskutiert und entschieden. Schließlich wird die strategische Vorgehensweise konzipiert und bei Bedarf überarbeitet. Letzte Aufgabe ist schließlich die Integration des übernommenen Unternehmens. Nicht bei all diesen Fragen nehmen die einzelnen Mitglieder des Steering Committees eine gleichbedeutende Rolle ein. Wichtig ist jedoch, dass bei einem bestimmten Aspekt kein sich zunächst nicht aufdrängender Gesichtspunkt aus einem Fachbereich übersehen wird.

## 2. Die Bedeutung externer Berater

- 99 Die Komplexität einer Unternehmenstransaktion erfordert regelmäßig neben der Beteiligung einer Vielzahl unternehmensinterner Fachleute auch die Konsultation externer Berater. In Großunternehmen mit eigenen M&A-Abteilungen beziehungsweise mit auf das Transaktionsgeschäft spezialisierten Rechtsabteilungen war in letzter Zeit zwar vereinzelt ein Trend erkennbar, Transaktionen möglichst eigenständig, das heißt ohne die Einschaltung externer Berater zu bewältigen. Hierbei handelt es sich allerdings um absolute Ausnahmeerscheinungen. Auch Großunternehmen mit eigenen M&A-Spezialisten werden jedenfalls bei größeren Transaktionen in aller Regel nicht auf die Unterstützung durch externe Berater verzichten können. Selbst wenn sämtliche erforderliche Expertise im Unternehmen vorhanden sein sollte, werden in aller Regel zumindest Haftungsgesichtspunkte für die Hinzuziehung außenstehender Experten sprechen.
- 100 **Haftungsrisiken** ergeben sich zum einen für die beteiligten Unternehmen als solche, zum anderen aber insbesondere auch für die verantwortlichen Entscheidungsträger in den Unternehmen. Letztere sind dazu verpflichtet, im Rahmen ihrer Entscheidungsfindung sämtliche ihnen zur Verfügung stehenden Erkenntnisquellen über alle entscheidungsrelevanten Umstände auszuschöpfen und sich, sofern diese nicht ausreichen, zusätzliche Informationen zu beschaffen (s. Teil X Rz. 19 ff.).<sup>1</sup> Hierzu gehört auch die Einholung sachverständiger Beratung.<sup>2</sup> Darüber hinaus hat die Rechtsprechung klargestellt, dass es zu den Pflichten eines Vorstands gehört, die wirtschaftlichen Verhältnisse der Zielgesellschaft einer „umfangreichen und mit äußerster Sorgfalt zu führenden Prüfung“ zu unterziehen.<sup>3</sup> Selbst Unternehmen mit eigenen M&A-Abteilungen werden in aller Regel – jedenfalls bei größeren Transaktionen – nicht über die erforderliche „Manpower“ verfügen, um die von der Rechtsprechung vorgegebene Prüfungsintensität zu gewährleisten. Die Hinzuziehung qualifizierter Berater ist daher im Normalfall unumgänglich.<sup>4</sup>
- 101 Auch die Einschaltung von Beratern befreit die Entscheidungsträger im Unternehmen jedoch nicht von ihrer unternehmerischen Verantwortung. Aufgabe des Beraters ist es, die unternehmensinternen Verantwortlichen, das heißt die Geschäftsführung oder den Vorstand, in seinem jeweiligen Fachgebiet zu un-

<sup>1</sup> S. auch *Hölters* in *Hölters*, Komm. AktG, § 93 AktG Rz. 34 und Rz. 179.

<sup>2</sup> *Hölters* in *Hölters*, Komm. AktG, § 93 AktG Rz. 34; *Hopt* in *Großkomm. AktG*, § 93 AktG Rz. 84; *Semler*, Leitung und Überwachung der Aktiengesellschaft, Rz. 77.

<sup>3</sup> LG Hannover v. 23.2.1977 – 1 O.123/75, AG 1977, 198 (200); vgl. auch BGH v. 4.7.1977 – II ZR 150/75, BGHZ 69, 207 (213 f.).

<sup>4</sup> Vgl. auch *Gasteyer* in *Semler/Volhard*, Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen, 2003, § 4, Rz. 9.

terstützen. Dabei ist zwar eine weitgehende Übertragung von Aufgaben, nicht jedoch die Delegation von Entscheidungen auf den Berater zulässig.<sup>1</sup>

### 3. Die beteiligten Personen in den einzelnen Phasen der Transaktion

Auch wenn das oben behandelte Steering Committee für die Durchführung einer Transaktion nicht gebildet wird, was zumindest für die Organisation eines komplexen Unternehmenskaufs ein Nachteil ist, sind die handelnden Personen sowohl bei der Organisation durch ein Steering Committee als auch bei anderen Organisationsformen in den verschiedenen Phasen einer Transaktion nahezu identisch. 102

Auf der Veräußererseite sind bei Familienunternehmen die Gesellschafter selbst erste Ansprechpersonen. Mit ihnen werden auch die ersten Gespräche geführt. Dabei entstehen oft Probleme, den geeigneten Sprachführer für die veräußerungswilligen Gesellschafter zu finden. Der Veräußerungswunsch ist zumeist aufgetaucht nach Zwistigkeiten zwischen den einzelnen Familienmitgliedern, Nachfolgeproblemen und einer dadurch bedingten Führungslosigkeit. Der subjektiv empfundene Zwang zur Veräußerung ist unterschiedlich groß. Diese Ausgangssituation erleichtert es nicht gerade, sich auf eine oder mehrere Personen zu einigen, welche die Verhandlungen für die Gesellschafter führen. Durch mangelndes gemeinsames Vorgehen ist der letztendlich für die Veräußerung erzielte Preis durch die geschickte Verhandlungstaktik des strategisch vorgehenden Erwerbers oft wesentlich gedrückt worden. 103

Bei der Veräußerung von **Tochtergesellschaften großer Konzerne** ist auf Veräußererseite zumeist im allerersten Stadium ein Vorstandsmitglied bzw. ein Mitglied der Geschäftsführung Verhandlungspartner. Lediglich wenn das Tochterunternehmen gegenüber der Gesamtgröße des Konzerns eine allzu untergeordnete Bedeutung hat, werden auch erste Kontaktgespräche auf eine untergeordnete Führungsebene delegiert. Tochtergesellschaften großer Konzerne werden meist verkauft, wenn sie entweder schlechte Erträge bringen oder nicht in die Konzernstruktur hineinpassen. Oft fallen beide Gründe zusammen. Ein Tochterunternehmen, das im Konzern A nicht sehr ertragreich war, kann im Konzern B, der anders strukturiert ist, durchaus sehr erfolgreich sein. 104

Die Zahl der Veräußerungen, die unter Einschaltung einer **Investmentbank** abgewickelt werden, wird immer größer. Transaktionen, bei denen ein Großunternehmen beteiligt ist, gehen kaum noch ohne die Einschaltung einer Investmentbank vonstatten. Im mittelständischen Bereich haben sie sich noch nicht in gleichem Maße durchsetzen können. In welchem Umfang ein Unternehmenskauf von Investmentbankern betreut wird, ist äußerst unterschiedlich. 105

Die interne Bewertung des Veräußerungsobjektes, bei der beide Seiten ihre Zielvorstellungen abstecken und den Verhandlungsspielraum festlegen, macht es notwendig, einen größeren Personenkreis einzuschalten. Auf beiden Seiten werden nunmehr neben dem von Vorstand bzw. Geschäftsführung eingesetzten Verhandlungsführer **Finanzabteilung** und **Planungsabteilung** tätig. Die Fi- 106

<sup>1</sup> Ebenso *Gasteyer* in Semler/Volhard, Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen, 2003, § 4, Rz. 9.

nanzabteilung ist notwendig, um die Grenze des finanziell Machbaren auszuloten. Die Planungsabteilung erarbeitet die Zielvorstellungen. Das ist auf der Erwerberseite die Frage, in welcher Weise das erworbene Unternehmen nach dem Übergang agieren soll. Auf Veräußererseite wird, sofern noch eine Unternehmenseinheit übrig bleibt, diese auf die neuen unternehmerischen Eckdaten zurechtgeschnitten. Diese Ausführungen bedingen, dass die auf beiden Seiten Beteiligten Unternehmen sind (nicht auf der Erwerberseite eine Privatperson) und die entsprechenden Abteilungen aufweisen.

- 107 Zu den Verhandlungen werden auf beiden Seiten **Verhandlungskommissionen** gebildet. Für die Zusammensetzung können keine absoluten Regeln aufgestellt werden. Zumeist sind die Verhandlungskommissionen auf Veräußerer- und Erwerberseite deckungsgleich besetzt. Das setzt wiederum voraus, dass entsprechende Fachleute auf beiden Seiten vorhanden sind. Verhandlungsführer sind oft ein oder mehrere Personen auf Vorstands- oder Geschäftsführungsebene, abhängig von der Bedeutung des Veräußerungsobjektes. Hinzu kommen die jeweiligen Fachleute aus der Finanzabteilung, Planungsabteilung sowie für Marketing und Vertrieb. Im Einzelnen hängt dies von der internen Organisation ab. Es sollte sichergestellt werden, dass zumindest ein Mitglied aus der Verhandlungskommission – am besten der Verhandlungsführer – an jedem Gespräch teilnimmt. Es kann empfehlenswert sein, Verhandlungsprotokolle oder Synopsen über den bisherigen Verhandlungsstand anzufertigen.
- 108 Beginnend mit der ersten Verhandlungsrunde in diesem größeren Gremium werden die Juristen beider Seiten zugegen sein. Entweder handelt es sich dabei um den Juristen aus der **Rechtsabteilung** des Unternehmens, sofern eine solche vorhanden ist, oder um einen **Rechtsanwalt** als außenstehenden Juristen. Die anwaltliche Beraterfunktion geht oft über die des Vertragstechnikers weit hinaus und kommt der eines allgemeinen wirtschaftlichen Beraters oder eines speziellen **M&A-Beraters** (vgl. dazu oben Rz. 37) nahe. Insbesondere bei mittelständischen Unternehmen ohne größere Erfahrung im Unternehmenskauf und -verkauf bietet es sich an, einen bei Unternehmensveräußerungen erfahrenen Anwalt schon in einem sehr frühen Stadium heranzuziehen. Der Hausanwalt, der das Unternehmen in den täglichen Rechtsfragen begleitet hat, ist nicht in jedem Fall der Richtige, wenn er nicht eine Praxis mit einer Vielzahl von Beteiligungsveräußerungen aufzuweisen hat. Zudem soll es bei mittelständischen Familienunternehmen bereits vorgekommen sein, dass seitens des ständigen Beraters – sei es der Anwalt oder der Wirtschaftsprüfer/Steuerberater – die Veräußerung aus eigennützigen Motiven verhindert wurde. Das ist mit dem Berufsethos sicherlich nicht zu vereinbaren, auch wenn das zu veräußernde Unternehmen einen beträchtlichen Teil des eigenen Umsatzes bringt und bei einem Übergang in fremde Hände abzusehen ist, dass Mandate verloren gehen.
- 109 Die Detailuntersuchungen des Kaufobjekts führen die dafür bestimmten Fachleute des Käufers durch. Zumeist wird die Planungsabteilung und/oder die Finanzabteilung eingeschaltet. Wenn entsprechende Fachleute im eigenen Unternehmen nicht vorhanden sind, kann es sich anbieten, eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft einzuschalten. Für die Detailuntersuchung hat sich eine bestimmte als **Due Diligence** bezeichnete Organisationsform herausgebildet (vgl. dazu unten Rz. 166 ff.).



Wird ein **Letter of Intent** vereinbart, so wird dieser von den Juristen formuliert und von der Geschäftsführung oder dem Vorstand bzw. dem dafür bestimmten Verhandlungsführer abgesegnet. Jedenfalls sollte es so sein. Der Letter of Intent ist juristisch nicht unproblematisch. Ein nicht juristisch abgesicherter Letter of Intent hat später oft zu Überraschungen geführt, wenn man sich über die Tragweite und die sich daraus möglicherweise ergebenden Ansprüche oder die sich daraus nicht ergebenden Ansprüche nicht im Klaren war (vgl. Teil VII Rz. 28).

110

Die Finanzierungsfragen werden von den Fachleuten der **Finanzabteilung** im Zusammenhang mit Bankern abgeklärt. Die Rolle der Bankfachleute wird umso bedeutender, je größer der Anteil der Außenfinanzierung ist.

111

Für die steuerrechtlich günstigste Gestaltung sorgen die internen und externen **Steuerexperten**. Bei größeren Unternehmen hat zumeist die eigene Steuerabteilung die notwendige Erfahrung und das Know-how, den günstigsten Weg zu finden. Oft bietet es sich aber gerade bei Veräußerungsvorgängen im internationalen Bereich an, eine international tätige Beratergruppe heranzuziehen. Bei mittelständischen Familienunternehmen wiederum ist, wie bei der Frage des heranzuziehenden Juristen, der Bedarf nach externen Steuerberatern größer.

112

Bei der Aushandlung und Ausformulierung der einzelnen Vertragsbestimmungen ist im Wesentlichen die **gesamte Verhandlungskommission** beteiligt. Der Teilnehmerkreis wird in dieser letzten Phase der Verhandlungen eher noch größer sein, da auf beiden Seiten die Experten für Detailfragen hinzugezogen werden müssen. Oft bietet es sich an, Unterkommissionen zu bilden, deren Aufgabe es ist, Detailfragen einvernehmlich zu klären. Wenn man sich in dieser Unterkommission einigt, hat das Gesamtverhandlungsforum viel Zeit gespart. Einigt man sich nicht, ist die Frage doch bereits so weit vorbereitet worden, dass die Gesamtverhandlungskommission nur noch die kaufmännische Entscheidung zu treffen braucht. Diese sollte bei fähigen Unternehmen rasch getroffen werden können. Wer im Einzelnen der Verhandlungskommission bzw. den Unterkommissionen angehören sollte, hängt von der Größe des Unternehmens und dem Vorhandensein entsprechender Fachabteilungen ab. Allgemeingültige Ausführungen können nicht gemacht werden.

113

Die Gespräche mit den Kartellbehörden und die diesen vorangehende Prüfung der kartellrechtlichen Relevanz des Vorgangs sollte durch erfahrene **Kartelljuristen** vorgenommen werden. Bei der Ausweitung des Kartellrechts in den letzten Jahren ist kaum noch ein Veräußerungsvorgang kartellrechtlich unproblematisch. Die Kartelljuristen gehören oft bei größeren Unternehmen dem Unternehmen selbst an. Das wird allerdings nur der Fall sein, wenn die Rechtsabteilung aufgrund häufiger Akquisitionen kartellrechtliche Erfahrungen hat. So gibt es in Großkonzernen oft Unterabteilungen innerhalb der Rechtsabteilung, denen Juristen angehören, die sich ausschließlich mit kartellrechtlichen Fragen beschäftigen. Sofern erfahrene Kartelljuristen nicht im Unternehmen vorhanden sind, sollte unbedingt ein außenstehender erfahrener Berater hinzugezogen werden. Das kann der Jurist sein, der die Kaufvertragsverhandlungen als solche führt, oder ein weiterer Spezialist. Mittelständischen Unternehmen ohne Rechtsabteilung oder mit einer Rechtsabteilung ohne kartellrechtliche Erfahrung ist in jedem Falle anzuraten, einen erfahrenen außen-

114

stehenden Kartelljuristen heranzuziehen. Wenn auch das Kartellrecht keine Geheimwissenschaft ist, so ist doch die Bedeutung des Know-hows im Umgang mit den Kartellbehörden nicht zu unterschätzen.

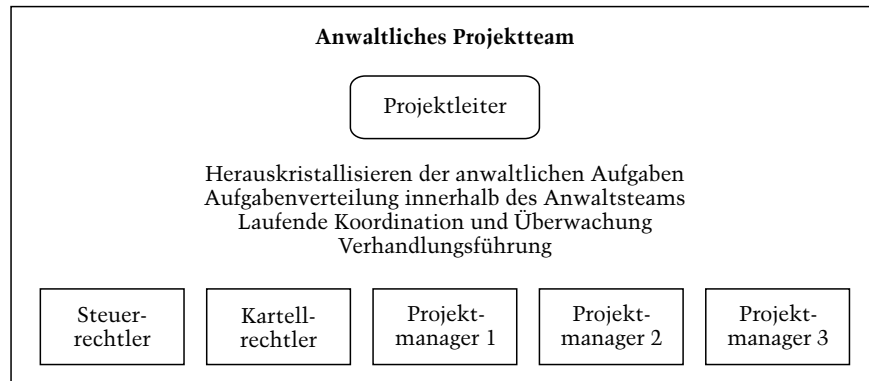
- 115 Bei einer **späteren Wertfeststellung** nach Abschluss des Kaufvertrages werden wiederum die Experten der Finanzabteilung oder außenstehende Wirtschaftsprüfer herangezogen. Das Gleiche gilt für erforderliche Korrekturen der Stichtagsbilanz. Abstimmungsgespräche werden gegebenenfalls wiederum unter Beteiligung der Anwälte geführt.

### III. Die Rolle des Anwalts

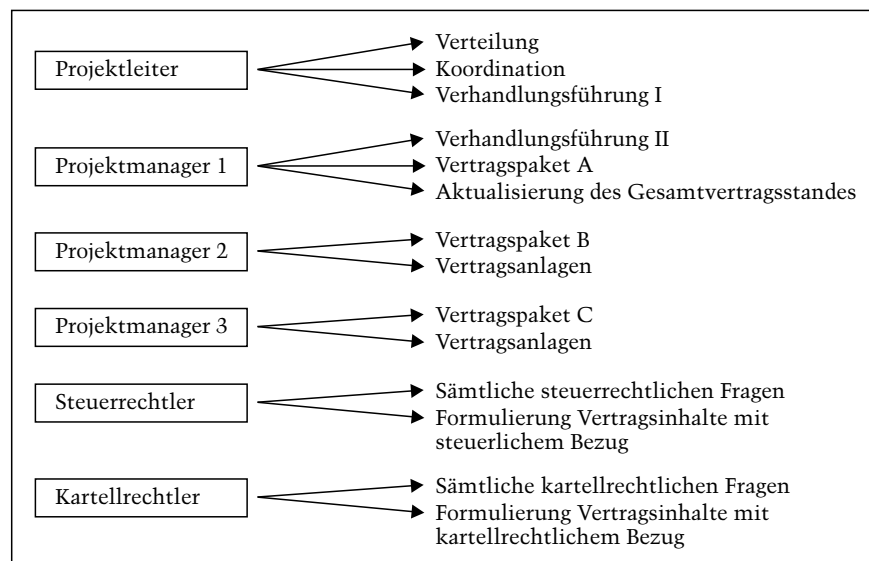
#### 1. Projektmanager statt Vertragstechniker

- 116 Die Rolle des anwaltlichen Beraters im Rahmen von Unternehmenskäufen hat sich grundsätzlich geändert. In früheren Zeiten wurde der **anwaltliche Berater** oft nur als Vertragstechniker in der letzten Phase eines Unternehmenskaufs herangezogen, um ein ausverhandeltes Gesamtpaket in die entsprechende vertragliche Form zu gießen. Im Extremfalle ergab sich die Konstellation, dass der Notartermin schon auf den übermorgigen Tag fixiert war und der Anwalt gebeten wurde, den gesamten Inhalt dessen, über das man sich vermeintlich geeinigt hatte, doch „schnell“ einmal in einen Entwurf zu gießen. Die Nachteile einer solchen Verfahrensweise liegen auf der Hand. Oft ergab sich, dass sich die von den Parteien vorgestellte Struktur der Transaktion in der Weise nicht darstellen ließ oder gravierende Punkte übersehen bzw. nicht zu Ende gedacht worden waren. Als Folge mussten die Verhandlungen neu aufgenommen werden. Es traten erhebliche Zeitverzögerungen bei der gesamten Transaktion ein, die man bei einer rechtzeitigen Einschaltung des anwaltlichen Beraters hätte vermeiden können.
- 117 Der moderne und erfahrene auf dem M&A-Sektor tätige Anwalt ist **Berater mit Schwerpunkt Recht**. Die Kenntnis des Rechts und der Vertragstechnik ist Grundvoraussetzung. Wesentlich entscheidender ist aber das Know-how des beratenden Anwalts, einen Unternehmenskauf mitzugestalten und zu organisieren. Er arbeitet eng mit der Unternehmensleitung und sonstigen Beratern zusammen. In dieser Funktion ist er bei einer zweckentsprechenden Gestaltung eines Unternehmenskaufs Mitglied des **Steering Committee** (vgl. dazu oben Rz. 96 ff.).
- 118 Bei einer überschaubaren Transaktion im mittelständischen Bereich mag es ausreichend sein, wenn der Unternehmenskauf von einem Anwalt betreut wird. Mittlerweile ist dies aber auch beim Übergang kleinerer Objekte der Sonderfall. Bei großen Transaktionen, insbesondere im internationalen Bereich, werden **anwaltliche Projektteams** gebildet. Diese umfassen typischerweise drei bis sieben Anwälte. Hinzu kommen bei Mega-Deals oft noch weitere Anwälte, die für Teilaufgaben benötigt werden.
- 119 Das anwaltliche Projektteam wird von dem **Projektleiter** gesteuert, der Mitglied des Steering Committee ist. Dieser kristallisiert die anwaltlichen Aufgaben heraus, verteilt diese innerhalb des Anwaltsteams, übernimmt die laufende Koordination und Überwachung und ist häufig als Verhandlungsführer in den Verhandlungen mit der anderen Seite beschäftigt. Typischerweise gehö-

ren dem anwaltlichen Projektteam noch ein Steuerrechtler, ein Kartellrechtler sowie ein oder mehrere Projektmanager an.



Die Aufgabenverteilung und Koordination innerhalb des anwaltlichen Projektteams ist im Folgenden dargestellt. 120



Handelt es sich um eine weniger komplexe Transaktion, müssen die oben 121  
beschriebenen Funktionen dennoch ausgefüllt werden. Allerdings können sie  
auf eine wesentlich kleinere Zahl von Anwälten verteilt werden, indem diese  
jeweils mehrere Funktionen übernehmen. Bei der Vertretung von mittelstän-  
dischen Unternehmen – zumeist auf der Veräußererseite – besteht oft unter  
dem Kostengesichtspunkt in Relation zu dem Transaktionsvolumen die Not-  
wendigkeit, das Anwaltsteam ungeachtet einer möglicherweise bestehenden  
Komplexität klein zu halten.

## 2. Erstellung und Aktualisierung eines Akquisitionsplanes

- 122 Durchführung, Planung und Ablauf der gesamten Transaktion werden in einem **Akquisitionsplan** niedergelegt, der ständig überarbeitet und aktualisiert wird. In diesem Akquisitionsplan werden die Daten einzelner Maßnahmen, die Maßnahmen selbst sowie die Verantwortlichkeit für diese Maßnahmen festgehalten. Die Erstellung des Akquisitionsplanes erfolgt häufig durch das anwaltliche Projektteam. Dieses ist dann auch für die ständige Überarbeitung und Aktualisierung des Akquisitionsplanes verantwortlich.

| Datum | Operative Maßnahmen | Finanzierung | Due Diligence              | Struktur | Steuern | Verträge                    | Kartellrecht                | Sonstige Genehmigungen | Verantwortlichkeiten |
|-------|---------------------|--------------|----------------------------|----------|---------|-----------------------------|-----------------------------|------------------------|----------------------|
| ...   |                     |              | Beginn Due Diligence       |          |         |                             |                             |                        |                      |
| ...   |                     |              | Erstbesichtigung Data Room |          |         |                             |                             |                        |                      |
| ...   |                     |              |                            |          |         | Übersendung Vertragsentwurf |                             |                        |                      |
| ...   |                     |              |                            |          |         | Vertragsabschluss           |                             |                        |                      |
| ...   |                     |              |                            |          |         |                             | Anmeldung bei EU-Kommission |                        |                      |
| ...   |                     |              |                            |          |         | Closing                     |                             |                        |                      |

## IV. Verhandlungsstrategien

- 123 Ob eine geschickte Verhandlungstaktik eine Veräußerung für die eine oder andere Seite günstiger gestalten kann, lässt sich nicht empirisch nachweisen, erscheint jedoch plausibel. Wenn aus diesem Grunde auch jede Seite ihre eigene Marschroute für die Verhandlungsführung absteckt, fällt es dennoch schwer, generell gültige Regeln für jede Art von Partei und für jede Art von Übertragungsobjekt festzulegen. Allgemein anerkannte Grundsätze für Verhandlungstaktik gibt es nicht. Das Verhalten wird oft aus dem Augenblick geboren, auch wenn eine vorherige Festlegung der Verhandlungsziele, der Verhandlungsmittel und der Rollenverteilung erforderlich ist. Eine unerwartete Reaktion des Verhandlungspartners kann zu einem absoluten Umdenken zwingen. Die Kunst der Verhandlung ist damit eine Mischung aus Talent und Erfahrung.
- 124 Oft wird die Verhandlung durch den im Steering Committee vertretenen Anwalt als Sprecher geführt. Der Vorstand bzw. die Geschäftsführung kann sich im Hintergrund halten. Ob dies der Fall ist, hängt bei dem hausinternen Juristen von Stellung und Gewicht der Rechtsabteilung innerhalb des Hauses ab. Bei hinzugezogenen Beratern ist dies abhängig von Format und Können des Beraters.

Im Folgenden sollen deshalb einige **Erfahrungssätze** stichwortartig aufgezeigt werden. Für beide Parteien, also sowohl für die Käufer- als auch für die Erwerberseite, gilt: 125

(1) Die Verhandlung sollte nicht mit der Einnahme von **Extrempositionen** begonnen werden, die unrealistisch sind. Entweder verlängert das die Verhandlungen oder beendet sie vorzeitig. Das bedeutet nicht, dass jede Seite zum Beispiel bei dem Gespräch über den Preis mit dem für sie äußersten Preislimit beginnen muss. Ein Verhandlungsspielraum muss bleiben.

(2) Als Verhandlungstaktik wird oft empfohlen, sich in Detailfragen festzubeißen. Dabei hofft man, den Verhandlungspartner bei der späteren Diskussion über die entscheidenden Eckdaten des Unternehmenskaufes zermürbt zu haben. Diese Rechnung kann aufgehen oder auch nicht. Voraussetzung für ihren Erfolg ist zumindest, dass die **Kondition des Verhandlungspartners** schwächer ist als die eigene. Die physische und psychische Durchsetzungskraft ist sicherlich nicht außer Acht zu lassen. Wer beides als seine eigene Stärke ansieht, sollte diese Taktik versuchen. Sie birgt jedoch die Gefahr in sich, dass der Verhandlungspartner die Lust verliert. Man muss sich also schon des unbedingten Interesses der Gegenseite am Zustandekommen des Ergebnisses sicher sein. Ansonsten wird man bei unendlich schwieriger und langwieriger Diskussion über jeden Detailpunkt als „schwierig“ eingeschätzt. Das ist insbesondere dann gefährlich, wenn nach Abschluss des Vertrages nicht sämtliche Brücken abgebrochen sein sollen. Beim **Erwerb einer bloßen Beteiligung**, bei der nach erfolgter Veräußerung Veräußerer und Erwerber als Gesellschafter in einem Boote sitzen, ist also besondere **Vorsicht** geboten. Die Zermürbungstaktik kann zu bleibenden Aggressionen führen, die entweder die Verhandlungen bereits scheitern lassen oder zumindest für das spätere Zusammenleben nicht gedeihlich sind.

Mit Erfolg wurde die Zermürbungstaktik insbesondere praktiziert, wenn die Verhandlungen unter **Zeitdruck** standen, d.h. bis zu einem bestimmten Termin abgeschlossen sein mussten. Die Gesprächsrunden dauern in diesen Fällen oft bis zum frühen Morgen. Demjenigen, der sich als besonders standfest erweist, fallen nach achtzehnstündiger oder längerer Gesprächsrunde in den wichtigen Fragen des Vertrages oft die Früchte in den Schoß, um die er lange hätte kämpfen müssen, wenn er die Verhandlungen nicht durch die Diskussion über Detailfragen hinausgezögert hätte.

(3) Oft wird versucht, den Verhandlungspartner mit der Macht der eigenen Armada zu erdrücken. Eine große **personelle Besetzung** ist aber nicht immer eine Garantie für ein günstiges Verhandlungsergebnis. Eine übergroße Zahl von Verhandlungsteilnehmern kann im Gegenteil die Verhandlungen hemmen. Selbstverständlich sollte dafür Sorge getragen werden, dass man das Fachwissen der anderen Seite kontern kann. Fachleute zu den einzelnen zu verhandelnden Fragen gehören also an den Verhandlungstisch. Andere Personen, die nur Präsenz demonstrieren sollen, sind überflüssig. Sie werden zum Störfaktor, wenn die zweite Reihe im Unternehmen sich durch langatmige Diskussionsbeiträge zu profilieren sucht.

(4) Vielfach wird es als bewusstes Verhandlungsmittel eingesetzt, die Verhandlungen nicht durch eigentlich entscheidende Personen im Unternehmen führen zu lassen. Dies eröffnet die taktische Möglichkeit einer **Überlegungsfrist**. Selbst wenn am Verhandlungstisch ein Ergebnis erzielt worden ist, kann man mit dem Hinweis auf die fehlende Zustimmung von Entscheidungsträgern oft noch zurück. Letzter Entscheidungsträger ist bei Aktiengesellschaften oft der Aufsichtsrat, dessen Zustimmung zu Veräußerung oder Erwerb noch eingeholt werden muss.

(5) **Verhandlungspausen** werden oft zum Überdenken der eigenen Position eingesetzt. Von der Möglichkeit, eine Verhandlungsrunde auf diese Weise zu unterbrechen, sollte man keine Scheu haben Gebrauch zu machen. Die dadurch eintretende Verzögerung ist meist besser als die durch die ungenaue Abstimmung eintretende Unsicherheit in den eigenen Reihen. Andererseits vermittelt es dem Verhandlungspartner den Eindruck von Unsicherheit, wenn man eine Verhandlungspause zu oft erbittet. Man sollte sich die Möglichkeit für die Erörterung von Fundamentalpositionen vorbehalten.

(6) Ein regelrechter Streit entbrennt oft darüber, wer den **ersten Vertragsentwurf** vorzulegen hat. Bei vorliegendem Vertragsentwurf gerät die andere Seite in einen Begründungszwang. Sie muss mitteilen, weshalb ihr die eine oder andere Formulierung nicht passt.

(7) Zu der oben bereits erwähnten Zermürbungstaktik gehörte in den vergangenen Zeiten auch der Genuss von gutem Essen, Nikotin und Alkohol. Der vermeintlich Standfestere versuchte bereits beim vorabendlichen gemeinsamen **Begrüßungssessen**, sich eine gute Ausgangsposition zu verschaffen. Jedenfalls in den westlichen Industrieländern haben sich zwischenzeitlich jedoch die Verhandlungsusancen verschlechtert. Kulinarische Exzesse kommen nur noch in Einzelfällen vor. Bei internationalen Unternehmenskäufen ist es ein beliebtes Spiel, die Erschöpfung des Verhandlungspartners auszunutzen. Von der gastgebenden Verhandlungsseite wird der Verhandlungsbeginn dann nur wenige Stunden nach Beendigung eines ermüdenden Langstreckenfluges angesetzt.

(8) Auch die **Verhandlungsatmosphäre** wird als taktisches Mittel der Verhandlungsführung benutzt. Man versucht zuweilen, durch eine bewusst freundschaftliche Verhandlungsatmosphäre die Diskussion und Stimmung aufzulockern. Das mag begrüßenswert sein. Es ist jedoch aufzupassen, dass daraus keine verkrampfte Freundlichkeit wird. Sie kann eher schaden. Andererseits sollte man die andere Verhandlungsseite stets als Partner und nicht unbedingt als Gegner betrachten. Andere Länder haben hier durchaus andere Gewohnheiten. Bei Verhandlungen zum Beispiel mit amerikanischen Unternehmen reden sich die Verhandlungskontrahenten oft schon nach wenigen Stunden mit dem Vornamen an. Das Klima mag dadurch aufgelockert werden. In der Sache bleiben die Verhandlungen hart. Bei Verhandlungen mit fernöstlichen, insbesondere japanischen Unternehmen, ist dem Europäer zu raten, sich mit grundlegenden gesellschaftlichen Formen dieser Länder vorher vertraut zu machen. Ein gesellschaftlicher Fauxpas kann einen vorher nicht geahnten Misserfolg bewirken.

Dem Käufer wird, wenn er ein **Not leidendes Unternehmen** erwerben will, oft geraten, abzuwarten. Die Notlage soll verstärkt werden, bis der Verkäufer jede Bedingung akzeptiert. Mit dieser Verhandlungstaktik beschreitet der Käufer jedoch einen schmalen Grat. Wenn er glaubt, den Verkäufer zu dem von ihm gewünschten Ergebnis bewogen zu haben, kann es zu spät sein. Oft ist das Schiff, das man billig, aber leck erhält, nicht mehr flott zu machen. 126

Die Verkäufer sollten, insbesondere bei Familiengesellschaften, den Käufer die **Verkaufsbereitschaft** nicht allzu deutlich spüren lassen. Am gefährlichsten ist es, wenn bei mehreren Gesellschaftern eines Familienunternehmens Einzelne Sonderverhandlungen mit dem potenziellen Erwerber in der Hoffnung führen, dabei ein für sie besonders günstiges Ergebnis zu erzielen. Dem Erwerber wird ein solcher Versuch getreu dem Grundsatz „divide et impera“ durchaus recht sein. 127

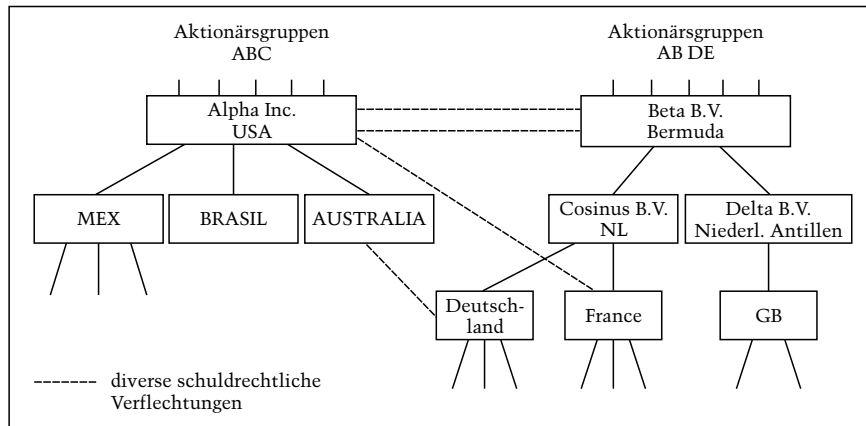
Es bringt nichts, mit negativen Tatsachen, die für das Objekt von Bedeutung sind, hinter dem Berg zu halten. Das erleichtert zwar die Verhandlungen im ersten Stadium, die negativen Kriterien treten jedoch sehr bald während der Vertragsverhandlungen zutage. Das bringt eine unnötige Missstimmung. Die Fakten sollten von Anfang an auf den Tisch gelegt werden. Selbst wenn es gelingt, sie bis zum Abschluss des Vertrages zu verschleiern, sind sie der spätere Keim von Rechtsstreitigkeiten, die meist größeren Schaden bewirken, als er bei rechtzeitiger Offenbarung eingetreten wäre. 128

## V. Besonderheiten beim „grenzüberschreitenden“ Unternehmenskauf

Der „**grenzüberschreitende**“ **Unternehmenskauf** (vgl. dazu ausführlich Teil XV) ist kein feststehender Begriff. Unter diesem Obertitel wird zumeist ein Unternehmenskauf verstanden, an dem Unternehmen oder Personen beteiligt sind, die in unterschiedlichen Rechtsordnungen beheimatet sind. 129

### Beispiel:

Ein Unternehmen mit Hauptsitz in den USA mit verschiedenen Tochtergesellschaften („Alpha Inc.“) erwirbt eine auf dem Markt für Fashion- und Luxusartikel tätige Unternehmensgruppe, deren Obergesellschaft ihren Verwaltungssitz auf Bermuda hat („Beta B.V.“). Die Tochter- und Enkelgesellschaften beider Unternehmensgruppen haben ihren Sitz in den verschiedensten Ländern. Bereits vor Durchführung der Transaktion bestehen zwischen einzelnen Tochter- bzw. Enkelgesellschaften beider Konzerne diverse schuldrechtliche Beziehungen. Die keinem tatsächlichen Vorbild entlehnte Struktur beider Unternehmensgruppen ist in dem nachstehenden Schaubild dargestellt.



- 130 Der „grenzüberschreitende“ Unternehmenskauf weist keine grundsätzlichen Besonderheiten gegenüber einem Unternehmenskauf auf, dessen Schwerpunkt innerhalb einer einzelstaatlichen Rechtsordnung stattfindet. Mittlerweile muss man davon ausgehen, dass auch Unternehmenskäufe im mittelständischen Bereich international sind. So hat nahezu jedes mittelständische deutsche Unternehmen Tochtergesellschaften im Ausland. In jedem zweiten Falle des Erwerbs eines deutschen Unternehmens ist der Erwerber ein ausländisches Unternehmen. Besonderheiten können nur in einer **speziellen Schwerpunktbildung** gesehen werden.

(1) So ist zunächst die Entscheidung zu treffen, welcher **Rechtsordnung** der Unternehmenskauf unterliegen soll. Wenn sich Erwerber und Veräußerer nicht einigen können, wählt man oft das Recht eines „neutralen“, d.h. durch die Transaktion nicht betroffenen Staates.

(2) Zumeist sind die „grenzüberschreitenden“ Transaktionen komplexer als diejenigen, deren Schwerpunkt sich innerhalb einer nationalen Rechtsordnung abspielt. Dies ergibt sich daraus, dass die tatsächlichen und rechtlichen **Besonderheiten mehrerer Staaten** zu beachten sind.

(3) Aus der Sicht der anwaltlichen Betreuung gibt es Besonderheiten beim anwaltlichen Projektmanagement (vgl. dazu oben Rz. 116 ff.). So wird man als „**Leading Law Firm**“ eine Anwaltsfirma wählen, die die entsprechenden Erfahrungen bei grenzüberschreitenden Transaktionen hat. Diese Anwaltsfirma schaltet, sofern notwendig, verschiedene unterbeauftragte Kanzleien in anderen Ländern ein, um entstehende Rechtsprobleme bei Tochter- oder Enkelgesellschaften zu lösen. Häufig werden auch internationale Projektteams gebildet, d.h. anwaltliche Teams, denen Anwälte aus verschiedenen Praxen angehören.



## C. Abwicklung

### I. Reihenfolge der Abwicklungsschritte

#### 1. Überblick über typische Abläufe

Der **Ablauf eines Unternehmens- oder Beteiligungsverkaufs** ist nicht bei allen Veräußerungsvorgängen identisch. Dazu ist die Lebensvielfalt zu groß. Bei generalisierender Betrachtungsweise kann man differenzieren zwischen einer Abwicklung, bei der sich von vornherein **zwei Verhandlungspartner** gegenüberstehen und so genannten „**Controlled Auctions**“, die sich oft bei Einschaltung von Investmentbanken ergeben. Ein wiederum unterschiedlicher Ablauf ergibt sich bei dem Erwerb über die Börse im Wege eines **Öffentlichen Übernahmeangebots** nach den Vorschriften des WpÜG. 131

#### 2. Zwei Verhandlungspartner

Stehen potenzieller Verkäufer und Käufer von vornherein fest, lassen sich bestimmte typischerweise zu durchlaufende Stufen generalisieren. Ihre Reihenfolge ist bei einigen Schritten denknotwendig, bei anderen wiederum nicht. Die Unterschiedlichkeit des Kaufobjektes (Übernahme von Aktiva und Passiva, Kauf einer Mehrheitsbeteiligung an einer Kapitalgesellschaft, Eintritt in eine Personalgesellschaft durch Gesellschafterwechsel, Gründung eines Gemeinschaftsunternehmens, in der ein Partner Kapital, der andere einen Teilbetrieb einbringt usw.) bedingt in Details unterschiedliche Abläufe. Das gilt ebenfalls für die Größe des Objektes, obwohl keine Aussage dahin gehend getroffen werden kann, je größer das Objekt sei, desto komplizierter gestalte sich der Unternehmenskauf. Unternehmen mit Milliardenumsätzen sind schon in wenigen Wochen veräußert worden, während sich Kaufvertragsverhandlungen über kleinere mittelständische Unternehmen jahrelang hinzogen. 132

Ausgangspunkt für die hier dargestellte Abwicklung ist die grundsätzliche unternehmerische Entscheidung des Erwerbswilligen, ein bestimmtes Objekt erwerben zu wollen, sowie die Entschlossenheit des Unternehmensinhabers zum Verkauf. 133

(1) Vor Eintritt in die Vertragsverhandlungen wird jede Seite zunächst eine **interne Bewertung** vornehmen. Die Käuferseite wird sich ein Urteil darüber bilden, welchen Preis sie zu zahlen bereit ist. Der oder die Verkäufer werden – jedenfalls größenordnungsmäßig – festlegen, zu welchen Bedingungen sie zur Aufgabe bereit sind (dazu auch Teil II Rz. 21 ff.). Daneben legen Verkäufer und Käufer jeweils intern weitere Verkaufsbedingungen fest, zum Beispiel weitere Mitarbeit des bisherigen Unternehmensinhabers zumindest für eine Übergangszeit. 134

(2) Jede Seite bestimmt ihre Verhandlungskommissionen für die ersten Gespräche. Die Verhandlungen beginnen. 135

(3) Parallel mit Verhandlungsbeginn setzen die **Untersuchungen der Käuferseite** ein (Due Diligence). Der Käufer ist daran interessiert, Detailuntersuchungen des Kaufobjekts vorzunehmen, die ihm ohne Mithilfe des Verkäufers vor Beginn der Verhandlungen nicht möglich waren. Problematisch in dieser Pha- 136

se ist die **Geheimhaltungsfrage**. Stellt der Veräußerer Mitarbeitern des Käufers Unterlagen für die Detailuntersuchung zur Verfügung, muss er die Gefahr sehen, im Falle eines späteren Scheiterns der Verhandlungen Geschäftsgeheimnisse und Know-how preisgegeben zu haben. Es ist schon vorgekommen, dass Kaufvertragsverhandlungen von aktuellen Wettbewerbern, potenziellen Wettbewerbern oder von durch diese vorgeschobenen Personen mit dem Ziel begonnen wurden, möglichst viele Daten des zur Veräußerung anstehenden Unternehmens zu erfahren und die Verhandlungen alsdann scheitern zu lassen. Regelmäßig werden vor der Preisgabe von Informationen Geheimhaltungsvereinbarungen getroffen. Allerdings sind diese oft nur eine stumpfe Waffe zur Verhinderung des Ausnutzens der erlangten Informationen, da sich ihre Einhaltung nur sehr schwer überprüfen lässt. Zu den rechtlichen Problemen der Geheimhaltungsvereinbarungen nimmt *Semler* (Teil VII Rz. 65) Stellung. Zuweilen werden für die Detailuntersuchungen deshalb auch zur Berufsschwiegenheit verpflichtete Personen herangezogen. Durch angloamerikanische Investmentbanken wurde die Praxis eingeführt, dem potenziellen Erwerber in geeigneten Fällen zur Detailuntersuchung Datenräume (**Data-Room**) zur Verfügung zu stellen. In einen solchen Datenraum werden vom Verkäufer sämtliche relevanten Daten (Jahresabschlüsse, Verträge usw.) des Kaufobjekts verbracht. Unter Aufsicht können dann ausgewählte Erwerbsinteressenten Informationen über das Unternehmen einsehen. Typischerweise werden solche Datenräume bei Vorhandensein mehrerer Erwerbsinteressenten eingerichtet.

- 137 (4) Nach dem ersten Stadium der Verhandlungen wird häufig ein Letter of Intent (Absichtserklärung) ausgetauscht, mit dem die beiderseitige Absicht bekräftigt werden soll, die Transaktion durchzuführen. Der Letter of Intent entfaltet in seiner üblichen Ausgestaltungsform noch keine rechtliche Bindungswirkung, doch können sich aus ihm Sorgfaltspflichten mit rechtlichen Konsequenzen ergeben. Ist eine Bindungswirkung beabsichtigt, muss ein Vorvertrag abgeschlossen werden. Er muss bereits alle wesentlichen Kriterien des späteren Vertrags enthalten, so dass aus ihm bei Weigerung einer Vertragspartei auf Abschluss des Hauptvertrages geklagt werden kann. Werden die rechtlichen Probleme des Vorvertrages beim Unternehmenskauf auch häufiger diskutiert, so ist nach meiner Erfahrung sein Abschluss in der Praxis selten. Wenn die *essentialia negotii* bereits soweit feststehen, dass man sich gegenseitig binden will, wird man sogleich zum Abschluss des Hauptvertrages schreiten. Die vorvertraglichen und vorvertragsähnlichen Vereinbarungen kommentiert *Semler* (Teil VII Rz. 31 ff.).
- 138 (5) Der Erwerber wird in einem frühen Verhandlungsstadium, spätestens zu dem Zeitpunkt, in dem beispielsweise durch einen Letter of Intent die beiderseitige Vertragsbereitschaft bekräftigt wurde, die Finanzierungsmöglichkeiten abzuklären haben. Die einzelnen Komponenten der Eigen- und Fremdfinanzierung werden von *Raupach* dargestellt (Teil III).
- 139 (6) Mit den Finanzierungsfragen sehr eng zusammen hängen die Überlegungen für die steuerliche Gestaltung. Je günstiger die steuerliche Gestaltung ist, desto geringer ist der Finanzierungsbedarf. Bei einer optimalen steuerlichen Gestaltung ist die eine oder andere Seite oft zu Zugeständnissen beim Kaufpreis bereit. Die steuerlichen Möglichkeiten werden von *Gröger* behandelt (Teil IV).

(7) Nach Abklärung der vorgenannten Fragen beginnt meist die Formulierung des Unternehmenskaufvertrages. Das ist jedoch nicht immer der Fall. Oft wird in großen **Expertenkommissionen** und daraus wiederum zu bildenden Unterkommissionen bis in das Detail über Nebenpunkte des Vertragsabschlusses verhandelt, ohne dass grundlegende Eckpunkte des Vertragsabschlusses geklärt sind. 140

Den rechtlichen Problemen des Unternehmenskaufvertrages ist Teil VII von *Semler* gewidmet. Bei **komplizierten Übernahmevorgängen** wird der Übergang des Unternehmens möglicherweise nicht in einem einzigen Vertragswerk erfasst, das als der typische Unternehmens- oder Beteiligungsverkaufvertrag angesehen wird. Es kann sein, dass mehrere Beteiligungen aus verschiedenen Unternehmen ihren Inhaber – u.U. in zeitlich abgestufter Folge wechseln – oder verschiedene Beteiligungen in eine neu zu gründende Gesellschaft eingebracht werden, an der sich ein oder mehrere andere Partner finanziell oder ebenfalls durch Einbringung unternehmerischer Aktivitäten beteiligen. Möglicherweise wurden daneben noch verschiedene Kooperationsvereinbarungen getroffen. Der wirtschaftliche Sachverhalt ist also oft komplizierter, als es die Darstellung in einem einzelnen Unternehmenskaufvertrag ermöglicht. In diesen Fällen werden regelmäßig verschiedene abzuschließende Verträge in **Rahmenverträgen** oder **Grundverträgen** zusammengebündelt. Im Rahmenvertrag werden die durchzuführenden Schritte aufgezählt, die Verträge, die zur Durchführung der Schritte erforderlich sind, aufgeführt und die wesentlichen Vertragspunkte der Einzelverträge niedergelegt. Rahmenvertrag und Einzelverträge werden zeitgleich abgeschlossen, da bereits mit dem Rahmenvertrag eine vertragliche Bindung bezweckt ist. Deshalb muss eine Formvorschrift, die für einen der Einzelverträge gesetzlich zu wahren ist, auch für den Rahmenvertrag eingehalten werden. 141

(8) In welchem Stadium mit **Gesprächen mit dem Bundeskartellamt** oder der **EU-Kommission** begonnen werden sollte, kann nicht allgemeingültig festgelegt werden. Ist der Übernahmefall kartellrechtlich unproblematisch, wird man sich mit einer Anzeige nach Abschluss des Vertrages begnügen können. Bei kartellrechtlichen Bedenken kann es sich empfehlen, vor Abschluss des Vertrages ein klärendes Gespräch mit dem Bundeskartellamt oder der EU-Kommission zu führen und gegebenenfalls nach § 39 GWB anzumelden, um eine verbindliche Klärung herbeizuführen. Im Anwendungsbereich der Fusionskontrolle gilt eine präventive Anmeldepflicht. Vor Erlass einer Freigabeentscheidung besteht ein bußgeldbewehrtes Vollzugsverbot. Rechtsgeschäfte, die gegen dieses Vollzugsverbot verstoßen, sind zivilrechtlich schwebend unwirksam. Die Probleme der Fusionskontrolle beim Unternehmenserwerb werden eingehend von *Sedemund* in Teil VI dieses Handbuches erörtert. 142

(9) Die Übergabe der einzelnen Vermögensgegenstände beim Erwerb von Aktiva und Passiva oder die Übertragung von Beteiligungen – also die **dingliche Übergabe** – erfolgt am Stichtag. 143

(10) Mit der Übergabe der einzelnen Vermögensgegenstände erfolgt ein **Betriebsübergang** nach § 613a BGB. Zu sich daraus ergebenden und anderen arbeitsrechtlichen Problemen nehmen *Bauer/von Steinau-Steinrück/Thees* Stellung (Teil V). 144

## Teil I

## Mergers &amp; Acquisitions

- 145 (11) Wenn der Kaufpreis noch nicht in allen Einzelheiten festliegt, vielmehr einige oder alle Vermögenspositionen der Aktiv- und Passivseite noch zum Stichtag ermittelt werden müssen, erfolgt nach der dinglichen Übertragung noch eine Feststellung dieser Werte, die entweder gemeinsam, durch einen neutralen **Wirtschaftsprüfer**, durch den Wirtschaftsprüfer des Verkäufers mit einer entsprechenden Garantie der Werthaltigkeit durch den Verkäufer oder durch die Wirtschaftsprüfer beider Parteien mit einem vertraglich niedergelegten Einigungsmechanismus bei Nichteinigung erfolgen kann.
- 146 (12) Nach Feststellung des Stichtagsabschlusses muss je nach Vertragsinhalt der Kaufpreis noch um **Ausgleichspositionen** korrigiert werden.
- 147 (13) Ein weiterer Ausgleich ist erforderlich, wenn ein so genannter **Besserungsschein** oder eine entsprechende Zuzahlung des Verkäufers bei schlechtem Gang der Geschäfte vereinbart war.
- 148 (14) Schließlich hoffen die Parteien nach Durchführung der genannten Schritte, dass kein **Schiedsgerichtsverfahren** oder ein Rechtsstreit vor ordentlichen Gerichten durchzuführen ist.

**Ablauf eines Unternehmenskaufs bei einem Erwerbsinteressenten**

Ausgangspunkt: Grundsätzlich unternehmerische Entscheidung

- Interne Bewertung
- Zusammensetzung der Verhandlungskommission
- Letter of Intent
- Due Diligence
- Festlegung der Struktur
  - Konzernpolitische Aspekte
  - Steuerliche Aspekte
- Vertragsverhandlungen
- Kartellbehörden
- Arbeitsrechtliche Fragen
- Rechtsübergang
- Korrektur von Ausgleichspositionen

### 3. Controlled Auction

- 149 Wird eine Investmentbank auf Seiten des Veräußerers eingeschaltet, läuft der Veräußerungsprozess oft nach speziellen von einer von ihm eingeschalteten Investmentbank vorgegebenen Regeln ab. Der Vorgang wird in der anglistisch gefärbten Fachsprache als „**Controlled Auction**“ bezeichnet. Ausgangspunkt für eine Controlled Auction ist das Bestreben des Veräußerers, an denjenigen zu veräußern, der den höchsten Preis und die Gewähr für eine reibungslose Durchführung der Transaktion bietet. Voraussetzung für einen erfolgreichen Verlauf ist das Vorhandensein eines Veräußerungsobjekts, für das sich wegen seiner Attraktivität eine Reihe von Erwerbsinteressenten findet. Die Controlled Auction läuft alsdann in folgenden Stufen ab:
- 150 (1) Die Investmentbank stellt zunächst einen Verkaufsprospekt zusammen („**Offering Memorandum**“). Im Offering Memorandum werden die wesentli-

chen Daten des zu veräußernden Unternehmens dargestellt. Das Offering Memorandum wird nach vorheriger Kontaktaufnahme einem Kreis von Unternehmen übersandt, welche die Investmentbank als mögliche Erwerbsinteressenten in Betracht gezogen hat. Meist wird vorher eine sog. „**Vendors Due Diligence**“ durchgeführt. Der Erwerbsinteressent soll nicht mehr über das Unternehmen wissen als der Verkäufer.

- (2) Die Erwerbsinteressenten, denen das Offering Memorandum übersandt wurde, werden gebeten, in einem ersten nicht bindenden Angebot den von ihnen gebotenen Preis zu nennen („**Indicating Offer**“). Dazu wird ihnen eine Frist gesetzt. 151
- (3) Nach Vorliegen der Indicating Offers trifft der Veräußerer eine Vorauswahl. Nach Abschluss der Vorauswahl stellen sich fünf oder sechs Erwerbsinteressenten heraus, mit denen der Veräußerer den Veräußerungsprozess fortsetzen will. Dies sind oft, aber nicht immer, die Erwerbsinteressenten, die in ihrer **Indicating Offer** den höchsten Preis genannt haben. Eine Ausnahme kann sich ergeben, wenn man bei einem Erwerbsinteressenten, der einen hohen Preis genannt hat, Schwierigkeiten beim Veräußerungsvorgang vorausahnt, an dessen ernsthaften Absichten oder an seiner Finanzierungsbeschaffung Zweifel hat. 152
- (4) Hat der Veräußerer Zweifel, ob der Erwerbsinteressent zur Finanzierung des Kaufpreises in der Lage ist, wird er sich eine Finanzierungszusage vorlegen lassen. 153
- (5) Der Veräußerer gestattet den Erwerbsinteressenten, die er in die Vorauswahl genommen hat, die Durchführung einer **Due Diligence** (vgl. dazu unten Rz. 166 ff.). Zur Durchführung dieser Due Diligence wird ein **Data-Room**, das heißt ein oder mehrere Räume, in denen sich sämtliches Informationsmaterial über das zu veräußernde Unternehmen befindet, eingerichtet. Aus Geheimhaltungsgründen wird der Data-Room zumeist nicht in den Räumen des Veräußerers selbst eingerichtet, sondern entweder bei der Investmentbank oder bei der den Veräußerer beratenden Anwaltsfirma. Teilweise wird auch mit rein virtuellen Datenräumen gearbeitet, wenn den Erwerbsinteressenten die Unterlagen in elektronischer Form zugeleitet werden. 154
- (6) Nach Durchführung der Due Diligence geben die Erwerbsinteressenten ihre „Binding Offers“ innerhalb einer dafür gesetzten Zeitspanne ab. Die Bezeichnung als „**Binding Offer**“ ist dabei oft irreführend. Eine rechtliche Verbindlichkeit tritt durch eine solche „Binding Offer“ nicht ein. Das liegt entweder daran, dass sie noch nicht sämtliche wesentlichen Vertragsbestandteile enthält, oder daran, dass der Veräußerungsvertrag zu seiner rechtlichen Verbindlichkeit einer bestimmten Form (z.B. der notariellen Beurkundung) bedarf. Oft liegen beide Hindernisse für das Eintreten einer rechtlichen Bindung vor. 155
- (7) Der Veräußerer verhandelt alsdann mit maximal zwei bis drei der Erwerbsinteressenten, die eine „**Binding Offer**“ abgegeben haben. 156
- (8) Mit einem der Erwerbsinteressenten kommt ein Unternehmenskaufvertrag zustande. Dieser ist zumeist nach angloamerikanischem Muster gestaltet. Der Unternehmenskaufvertrag enthält danach nur eine schuldrechtliche Bindung. Die Übertragung der einzelnen Vermögensgegenstände erfolgt zu einem späte- 157

ren Zeitpunkt, dem Tag, an dem das **Closing** stattfindet (vgl. dazu *Semler* in Teil VII Rz. 98 f.). In dem schuldrechtlichen Vertrag werden die Voraussetzungen definiert, bei deren Vorliegen beide Vertragsparteien zur Durchführung des Closing verpflichtet sind. Die Palette der denkbaren Voraussetzungen ist sehr breit. Die Verpflichtung zur Durchführung des Closing kann sehr strikt sein, kann aber von sehr weit gefassten Voraussetzungen, welche die eine oder andere Partei maßgeblich mitbeeinflussen kann, abhängen. Zuweilen wird dem Erwerber ein zweiter, wesentlich ausführlicherer Due Diligence-Prozess gestattet, der zu seiner Zufriedenheit ausfallen muss, damit er zur Durchführung des Closing verpflichtet ist. Ob diese weitere Due Diligence nach der sog. „Binding Offer“ oder nach Abschluss des Kaufvertrages durchgeführt wird, ist Verhandlungssache.

- 158 (9) Nach Abschluss des Unternehmenskaufvertrages werden etwa erforderliche **Genehmigungen** eingeholt. Insbesondere ist dabei die Zustimmung der zuständigen Kartellbehörden von Bedeutung.
- 159 (10) Der Abschluss der Transaktion ist das **Closing**. Zum einen finden an dem Closing sämtliche rechtlichen und tatsächlichen Handlungen statt, die für den Rechtsübergang notwendig sind. Seitens des Erwerbers ist beim Closing der Kaufpreis zu zahlen. Zumeist findet das Closing an einem bestimmten Ort statt, an dem sich die beteiligten Personen auf Veräußerer- und Erwerberseite physisch treffen. Möglich ist aber auch die Durchführung eines Closing ohne ein physisches Treffen, zum Beispiel durch Übersenden von Schriftstücken und Telefaxen.

#### Controlled Auction

- Vendors Due Diligence
- Offering Memorandum
- Indicating Offer
- Due Diligence („Data Room“)
- Binding Offer
- Negotiations
- Agreement
- [– Due Diligence („Data Room“)]
- Approvals etc.
- Closing

#### 4. Öffentliche Kaufangebote

- 160 Ist Ziel des Kaufinteressenten der Erwerb von Anteilsrechten an einer börsennotierten Gesellschaft, deren Aktien sich in der Hand einer Vielzahl von dem Kaufinteressenten namentlich nicht bekannten Aktionären befinden (so genannten „Publikums-Aktiengesellschaft“), kann er den Aktionären dieser Gesellschaft ein öffentliches Kaufangebot unterbreiten. Die rechtlichen Voraussetzungen öffentlicher Kaufangebote sind seit dem 1.1.2002 im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)<sup>1</sup> geregelt.

<sup>1</sup> Dazu schon oben Rz. 14 Fn. 1.

Beabsichtigt der Kaufinteressent auf der Grundlage eines solchen öffentlichen Kaufangebotes die Kontrolle über eine börsennotierte Gesellschaft, d.h. mindestens 30 % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft zu erlangen, ist er gemäß § 29 Abs. 1, 2 WpÜG zur Abgabe eines so genannten **Übernahmeangebotes** verpflichtet. Das Angebot muss sich auf sämtliche Aktien der Zielgesellschaft erstrecken. Ein Übernahmeangebot, das nur auf den Erwerb eines Teils der Aktien gerichtet ist, ist unzulässig (§ 32 WpÜG). Das öffentliche Übernahmeangebot läuft sodann in folgenden Schritten ab:

(1) Der Kaufinteressent (Bieter) hat seine Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebotes unverzüglich zunächst den Geschäftsführungen der Börsen und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) mitzuteilen und dann zu **veröffentlichen** (§ 34 i.V.m. § 10 Abs. 1 bis 3 WpÜG). Unverzüglich danach hat er den Vorstand der Zielgesellschaft zu informieren (§ 34 i.V.m. § 10 Abs. 5 WpÜG).

(2) Der Bieter hat sodann eine **Angebotsunterlage**, die alle Informationen enthält, die die Aktionäre benötigen, um in Kenntnis der Sachlage über das Übernahmeangebot zu entscheiden, zu erstellen und zu veröffentlichen (§ 34 i.V.m. § 11 WpÜG).

In dieser Angebotsunterlage hat der Bieter den Aktionären der Zielgesellschaft unter anderem auch eine **angemessene Gegenleistung** für die Aktien der Zielgesellschaft anzubieten. Bei der Bestimmung der angemessenen Gegenleistung sind grundsätzlich der durchschnittliche Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft sowie Erwerbe von Aktien der Zielgesellschaft durch den Bieter zu berücksichtigen (§ 31 Abs. 1 WpÜG). Die Gegenleistung hat entweder in einer Geldleistung in Euro (Barzahlung) oder in liquiden Aktien zu bestehen, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind (§ 31 Abs. 2 WpÜG). Sie muss mindestens dem Wert der höchsten vom Bieter oder den mit ihm gemeinsam handelnden Personen gewährten oder vereinbarten Gegenleistung für den Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft innerhalb der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage entsprechen (§ 31 Abs. 7 WpÜG i.V.m. § 4 Satz 1 WpÜG-AngebotsVO). Sind die Aktien der Zielgesellschaft zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen, muss die Gegenleistung mindestens dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs dieser Aktien während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots entsprechen (§§ 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 1 WpÜG-AngebotsVO).

(3) Soweit die Aktionäre der Zielgesellschaft das Angebot annehmen, kommt ein Erwerb in Form eines standardisierten Share-Deals, das heißt insbesondere ohne vorherige Durchführung einer Due Diligence und ohne Vereinbarung vertraglicher Haftungsregelungen, zustande.

Zu den Einzelheiten eines öffentlichen Kaufangebots nach dem WpÜG vgl. Teil XI Rz. 24 ff.

## II. Due Diligence

- 166 Fast bei allen größeren Unternehmenskäufen nimmt der Erwerber eine **Due Diligence** vor, d.h. eine Detailuntersuchung des Kaufobjektes. Oft werden eine rechtliche Due Diligence und eine wirtschaftliche Due Diligence getrennt vorgenommen. Aus der Durchführung oder der fehlenden Durchführung einer Due Diligence ergibt sich eine Reihe von Problemkomplexen.
- 167 (1) Die Durchführung einer Due Diligence hat zunächst Einfluss auf die **Haftung des Veräußerers**. Hier stellt sich die Frage, in welchem Umfange der Verkäufer trotz positiver Kenntnis des Käufers oder grob fahrlässiger Unkenntnis des Käufers haftet (vgl. näher Teil VII Rz. 47). Darüber hinaus wird weiter sogar die Frage gestellt, ob der Erwerbsinteressent nicht die Verpflichtung zur Durchführung einer Due Diligence hat.
- 168 (2) Erörtert werden weiter Fragen der **Geheimhaltung**, die sich aus der Durchführung einer Due Diligence ergeben (vgl. dazu Teil VII Rz. 62 ff.).
- 169 (3) Schließlich bleibt stets zu beachten, ob es rechtliche Schranken für die Durchführung einer Due Diligence gibt. Dies hängt teilweise mit der **Rechtsform des Erwerbsobjekts** zusammen (unterschiedlich z.B. bei GmbH und AG). Zu beachten ist weiterhin § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG (vgl. dazu Teil VII Rz. 72 ff.).

## III. Kaufpreis und Bewertung

### 1. Bewertung als subjektiver Vorgang

- 170 Die Festlegung des Kaufpreises ist eine der wichtigsten – wenn nicht die wichtigste – Maßnahme beim Kauf eines Unternehmens oder einer Beteiligung. Das ist nicht verwunderlich, denn ist auf der einen Seite des gegenseitigen Vertrages das Kaufobjekt durch die Begehrlichkeit des Erwerbswilligen und die Veräußerungswilligkeit des bisherigen Inhabers eindeutig bestimmt, wenden sich Aufmerksamkeit und Mühe der anderen, in Geld zu bemessenden Seite des Vertragsverhältnisses zu.
- 171 Die Methode zur Findung des Kaufpreises ist die **Bewertung** (ausführlich zu den Problemen der Bewertung Teil II und III). Wenn verschiedentlich von professionellen Beobachtern vieler Unternehmens- und Beteiligungskäufe geäußert wird, es sei ihnen unerklärlich, auf welche Weise die Angebote von Erwerbswilligen oder die Kaufpreisvorstellungen von Veräußerungswilligen zustande gekommen seien, so ändert das an dieser Feststellung nichts. Beim Zustandekommen der Kaufpreisvorstellung mögen nicht immer die herkömmlichen Bewertungsmethoden angewandt werden, doch ist der genannte Kaufpreis stets Ergebnis einer subjektiven „Bewertung“ eines am Unternehmenskauf Beteiligten.<sup>1</sup>
- 172 Wenn man allerdings bei einer Vielzahl von Veräußerungsvorgängen die zunächst geäußerten **Kaufpreisvorstellungen** einer kritischen Betrachtung im

<sup>1</sup> Bemerkenswert war in dieser Hinsicht die Übernahme des amerikanischen Mobilfunkunternehmens Voicestream Wireless durch die Deutsche Telekom AG. Der Kaufpreis entsprach etwa 23 000 Euro pro Mobilfunkkunde der Voicestream; vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 25.7.2000.



Hinblick auf ihre Plausibilität unterzieht, kann man die Zweifel, ob überhaupt eine Bewertung vorgenommen sei, verstehen. Zu weit liegen oft Wunsch und Wirklichkeit auseinander. Bei Familienunternehmen zum Beispiel, deren Inhaber sich nach der Zeit der kraftraubenden und dem Wohl des Unternehmens wenig zuträglichen Familienfehden zur Veräußerung entschlossen haben, richtet sich die Kaufpreisvorstellung oft als Wunschdenken nach den Erträgen vorausgegangener fatter Jahre. Deren Aussagekraft ist jedoch durch das eigene Missmanagement verspielt worden. Bei konzernangehörigen Erwerbern auf der anderen Seite lässt man sich zuweilen bei Objekten mit wohlklingenden Namen durch die beharrliche Weigerung des Gegenübers zu veräußern und durch den Glauben an die eigene Tüchtigkeit und Fähigkeit, das Objekt wieder auf goldene Füße zu stellen, zu Kaufpreisen verleiten, die sich nachträglich als überhöht erweisen und dem tatsächlichen Wert nicht angemessen erscheinen. Bei Unternehmen aus dem Bereich der so genannten „New Economy“, die im Börsensegment „Neuer Markt“ gelistet waren, orientierten sich zu Zeiten des Börsenbooms Ende der neunziger Jahre die von Käufern gebotenen Preise oft ausschließlich an spekulativen Vorstellungen über die weitere Marktentwicklung. Wie der dramatische Absturz des Neuen Marktes ab März 2000 gezeigt hat, führte dies teilweise zu einer massiven Überbewertung der dort gelisteten Unternehmen. Der Neue Markt als Börsensegment ist letztlich gescheitert. Im Zuge einer Neusegmentierung wurde der Neue Markt zum 5.6.2003 geschlossen.

Trotz aller praktischer und wissenschaftlicher Verfeinerungen der herkömmlichen Methode der Unternehmensbewertung zeigt sich anhand solcher Fälle deutlich, dass der Kauf eines Unternehmens oder einer Beteiligung letztlich den gleichen Gesetzen unterliegt wie in unserer marktwirtschaftlichen Ordnung der Kauf jeder anderen Ware, nämlich dem Gesetz von **Angebot und Nachfrage**. 173

## 2. Interne Bewertung im Vorfeld des Unternehmenskaufs

In der ersten Reihe verschiedener Stufen von Bewertungen beim Unternehmenskauf steht die getrennte **subjektive Bewertung** durch Veräußerer und Erwerber. Die Bewertung wird aus Erwerber- und Veräußerersicht eine unterschiedliche sein. Sie wird von einer Vielzahl von Faktoren innerhalb und außerhalb des Unternehmens beeinflusst. Diese Faktoren lassen sich nicht immer mit den herkömmlichen Bewertungsmethoden greifen. Einigen wird man sich am ehesten beim Substanzwert, wobei dieser gegenüber dem Ertragswertverfahren und der Discounted Cashflow-Methode kaum noch in Erscheinung tritt (vgl. dazu Teil II Rz. 137 ff.). Auch bei den Ertragswertverfahren gehen die Blickrichtungen auseinander. Der Veräußerer wird stärker die vorangegangenen Erträge sehen, der Erwerber wird die künftigen Gewinnaussichten mit seinen eigenen Ressourcen zu beurteilen versuchen. Die Beurteilung hängt nicht allein von dem viel diskutierten Synergieeffekt ab. Von Bedeutung ist zum Beispiel auch, wenn der Erwerber ein spezifisches branchennahes Know-how hat, mit dem er dem Kaufobjekt zum Durchbruch verhelfen kann, oder wenn einfach unter der Herrschaft der alten Inhaber Friktionen im Management vorhanden waren, die der Erwerber glaubt beseitigen zu können. 174

- 175 Tendenziell ist die Bewertung auf der Erwerber- schwieriger als auf der Veräußererseite. Die schwierigsten Probleme sind diejenigen, die sich durch Zahlen nicht greifen und durch juristische Formulierungen nicht absichern lassen. So erkennt der Erwerber zuweilen nicht die Unfähigkeit der zweiten Managementebene oder die „Verderbnis“ der gesamten Belegschaft, zum Beispiel durch die mangelnde **Kooperationswilligkeit** von Betriebsrat und Gewerkschaft. Auf den ersten Blick macht alles einen sehr netten Eindruck. Insbesondere bei ausländischen Erwerbern kann auch die – begründete oder nicht begründete – Furcht vor der qualifizierten Mitbestimmung und ihren Auswirkungen auf die unternehmerische Dispositionsfreiheit der Anteilseigner zu Imponderabilien bei der Bewertung führen.
- 176 Beginnen Veräußerer und Erwerber somit bei unterschiedlichen Denkansätzen, hütet man sich meist, die eigene Überlegung dem anderen Part ungeschminkt mitzuteilen. Vielmehr wird der Veräußerer versuchen, die Vorstellungen, die er von seinem Unternehmen gewonnen hat, in den Vordergrund zu rücken, der Erwerber wird versuchen, sämtliche kaufpreismindernden Faktoren herauszustreichen (vgl. hierzu die Ausführungen zu den verschiedenen **Verhandlungsstrategien**, oben Rz. 123 ff.).

### 3. Gemeinsame Bewertungen im Verhandlungsstadium

- 177 Nach der internen Bewertung können Bewertungen in einem zweiten Stadium des Unternehmenskaufes, dem Verhandlungsstadium, erfolgen. Beide Parteien haben sich auf eine ungefähre Größenordnung einigen können. Es geht nur noch um die **Feinabstimmung des Kaufpreises**. In dieser Phase kann eine Festlegung erreicht werden, indem ein Wirtschaftsprüfer, eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft oder eine Investmentbank, auf die man sich geeinigt hat, bestimmte Werte des Unternehmens, die in der Bilanz ihren Niederschlag finden, ermittelt, zum Beispiel Wert der Vorräte, des Betriebsgrundstückes, Werthaltigkeit der offenen Forderungen. Da noch keine vertragliche Bindung besteht, kann der auf diese Weise für das bestimmte Wirtschaftsgut gefundene Wert stets nur als Ansatzpunkt für die weitere Verhandlung dienen. Selbst wenn man sich durch eine vertragliche Teileinigung gebunden hat, die durch den Wirtschaftsprüfer ermittelten Werte als für die Wirtschaftsgüter verbindlich anzusehen, besteht noch die Möglichkeit, die Kaufvertragsverhandlung scheitern zu lassen, indem man eine Änderung des Basispreises begehrt.
- 178 Zuweilen wird auch im ersten Verhandlungsstadium ein gemeinsames Bewertungsgutachten zum **Wert des gesamten Unternehmens** oder der Beteiligung eingeholt. Dabei ist dann allerdings darauf zu achten, dass die Bewertungskriterien möglichst genau definiert werden. Ansonsten kann das Ergebnis des Gutachtens für beide Verhandlungspartner überraschend sein. Auch beim Einholen eines Bewertungsgutachtens zum Wert des Unternehmens ist der von dem Investmentbanker oder Wirtschaftsprüfer genannte Wert nur ein Verhandlungsansatzpunkt, da noch keine vertragliche Bindung besteht. Die Partei, die bei ihren Kaufpreisvorstellungen von dem Gutachten abweichen will, unterliegt jedoch einem verschärften Begründungszwang. Dennoch ist ein Abrücken in allerletzter Minute – u.U. aus verhandlungstaktischen Gründen – nicht selten.

#### 4. Kaufpreisfeststellungen oder -korrekturen nach Vertragsabschluss

Bei der internen Bewertung, der Einholung von Bewertungsgutachten zur Bestimmung von Verhandlungsansatzpunkten sowie der Festlegung von Kaufpreisteilen findet die Bewertung vor Vertragsabschluss statt. Daneben gibt es die **vertraglichen Möglichkeiten der Kaufpreisfindung** aufgrund einer Bewertung, die ohne Anspruch auf Vollständigkeit dargestellt werden: Die Parteien können sich auf einen Basiskaufpreis vertraglich einigen, die Feststellung des Gesamtkaufpreises jedoch einer Bewertung näher zu definierender Vermögensbestandteile nach Abschluss des Kaufvertrages vorbehalten. Bei der derzeit gültigen Maßgeblichkeit des Ertragswertverfahrens bzw. der Discounted Cashflow-Methode wird es hierbei allerdings lediglich Kaufpreiskorrekturen geben. Es kann sich wieder um das Betriebsgrundstück, den Wert einer Beteiligung des Unternehmens an einem anderen Unternehmen, den Wert des Anlagevermögens usw. handeln. Im Extremfall wird der auf sämtliche Unternehmenswerte, die in der Bilanz ihren Niederschlag finden, entfallende Kaufpreis erst nach Abschluss des Kaufvertrages gefunden. Ob in diesem Fall der bereits bei Abschluss des Vertrages feststehende Basispreis stets als Vergütung für die immateriellen Vermögenswerte, also den Geschäftswert, anzusehen ist, mag dahingestellt bleiben.

Die Feststellung der nach Vertragsabschluss noch zu ermittelnden Kaufpreisbestandteile kann durch einen **Wirtschaftsprüfer** oder eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft erfolgen, auf die man sich vertraglich bereits geeinigt hat. Es kann aber auch jeder Vertragspartei vorbehalten bleiben, jeweils einen Wirtschaftsprüfer zu benennen, wobei diesen vorgegeben wird, sich möglichst zu einigen. Kommt keine Einigung zustande, ist die Einschaltung eines „neutralen“ Wirtschaftsprüfers vorgesehen, der entweder von den beiden bereits vorhandenen Wirtschaftsprüfern ernannt wird oder von einem neutralen Gremium (Präsident der örtlich zuständigen Industrie- und Handelskammer, Institut der Wirtschaftsprüfer, bei internationalen Unternehmenskäufen einer überstaatlichen Organisation usw.) bestellt wird. Die letztlich entscheidende Stelle handelt dann meist als Schiedsgutachter im Sinne des § 317 BGB.

In ähnlicher Funktion können Bewertungen zur Kaufpreisfindung für Veränderungen von Vermögenswerten zwischen dem Datum des Vertragsabschlusses und dem Übergabestichtag („**Closing**“) in der Praxis der angloamerikanischen Kaufverträge stattfinden. Hier handelt es sich um eine **Kaufpreiskorrektur**, die in nahezu allen Unternehmenskaufverträgen vorgesehen wird, bei denen das Objekt über die Größe des Kleinbetriebs hinausgeht.<sup>1</sup> Grundsätzlich stehen die Werte bei einer solchen Abfassung des Kaufvertrages bei dessen Abschluss schon fest. Es wurde ein auf einen vorangegangenen Stichtag aufgestellter Jahresabschluss zugrunde gelegt. Nachträglich – nämlich bis zum Übergabestichtag – werden sich die Vermögenswerte jedoch regelmäßig ändern. Die Quantität der Abweichung kann durch einen gemeinsam benannten Wirtschaftsprüfer oder auch durch von beiden Seiten benannte unterschiedliche Wirtschaftsprüfer mit festzulegendem Einigungsmechanismus bestimmt werden.

1 Vgl. Rödder/Hötzel/Mueller-Thuns, § 8, Rz. 34 ff.

- 182 Schließlich können im Ablauf eines Kauf- und Übertragungsvorgangs mehrere **Bewertungen zu verschiedenen Stichtagen** erfolgen: Im Kaufvertrag ist ein Kaufpreis betragsmäßig genannt, der anhand eines geprüften und testierten Jahresabschlusses zum letzten Bilanzstichtag ermittelt wurde. Dieser Kaufpreis wird korrigiert durch die Daten, die sich aufgrund einer zu einem zeitnahen Übergabestichtag aufzustellenden Bilanz ergeben. Eine weitere Korrektur erfolgt zu einem weiter entfernt liegenden Stichtag (z.B. zwei Jahre). Im Rahmen einer erneuten Bewertung werden bestimmte Ausgleichsdaten ermittelt, anhand deren sich die wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens nach Vertragsabschluss ablesen lässt.<sup>1</sup> Bei sämtlichen Bewertungen sind wiederum die unterschiedlichsten Einigungsmechanismen denkbar (vgl. zu den Methoden der Bestimmung des Kaufpreises auch Teil VII Rz. 157 ff.).

#### 5. Negativer Kaufpreis

- 183 Ergebnis des von den verschiedenen Faktoren bestimmten Kompromisses bei der Kaufpreisermittlung kann auch ein **negativer Kaufpreis** sein, d.h. der Verkäufer muss zuzahlen, damit der Käufer sämtliche Vermögensbestandteile des Unternehmens oder die Beteiligung übernimmt. Meist wird in diesen Fällen das Unternehmen überschuldet sein. Damit der Verkäufer bereit ist, etwas hinzuzugeben, muss aber ein subjektives Moment hinzukommen, die Furcht vor Ansehensverlust in der Öffentlichkeit. Ansonsten könnte er auch ohne weiteres in Kauf nehmen, einen Vergleich vorzuschlagen oder Insolvenz anzumelden.

### IV. Spezifische Käufer- und Verkäuferinteressen

- 184 Bei einem Überblick über die Vielzahl von Unternehmenskaufverträgen, die in der Vergangenheit abgeschlossen wurden, lässt sich feststellen, dass es typische „**Käufer-“ und „Verkäuferverträge“** gibt. Die Bezeichnung knüpft daran an, welche Seite ihre Interessen bei der Aushandlung der einzelnen Vertragsbestimmungen besser durchgesetzt hat. Wie bei sämtlichen gegenseitigen Verträgen besteht die Schwierigkeit der Übereinkunft darin, die natürlichen gegensätzlichen Interessen in Einklang zu bringen. Das beginnt beim Kaufpreis, ohne dass dabei bereits die juristische Seite betroffen ist. Darüber hinaus gibt es folgende ständig vorprogrammierte Konflikte, die gelöst werden müssen:
- 185 Der Verkäufer will überhaupt nicht haften. Der Käufer will sich das Vorhandensein bestimmter Tatbestände möglichst umfangreich garantieren lassen und darüber hinaus sogar die künftige **Gewinnerwartung des Unternehmens** in die Vertragsgestaltung miteinbezogen wissen.
- 186 Der Käufer verlangt ein **Wettbewerbsverbot** des Verkäufers nach Übergabe des Unternehmens. Interesse des Verkäufers ist es, frei zu bleiben.
- 187 Bei sanierungsreifen Unternehmen stellt sich die Frage, wer den **Sozialplan** aufzustellen, also die Altlasten der missratenen Vergangenheit zu tragen hat. Dies gilt auch, wenn das Unternehmen zwar nicht sanierungsreif ist, es aber

<sup>1</sup> Vgl. *Modlich*, MAR 2003, 438.

bereits feststeht, dass gewisse Umstrukturierungsmaßnahmen und damit eine Freisetzung der Belegschaft notwendig sind.

Ein ausgeprägter Interessengegensatz besteht bei sämtlichen **Bewertungsfragen**, die entweder bei der Bemessung des Kaufpreises in diesem ihren Niederschlag finden oder für spätere Gewährleistungsansprüche bedeutsam sind. 188

Der Verkäufer sieht es gerne, wenn mögliche Ansprüche des Käufers innerhalb einer sehr kurzen **Frist** geltend gemacht werden müssen, der Käufer will den Verkäufer möglichst lange in Anspruch nehmen können. 189

Der **Interessenwiderstreit** zwischen Käufer und Verkäufer tritt am ausgeprägtesten zutage bei der Übernahme sämtlicher Aktiva und Passiva oder beim Kauf sämtlicher oder nahezu sämtlicher Anteile. Der Gegensatz in den juristisch zu regelnden Fragen des Unternehmenskaufs wird abgeschwächt, je geringer die angestrebte Beteiligung ist und damit die Einflussmöglichkeiten des Erwerbers werden. Grundsätzlich müssen aber auch hier sämtliche Interessenspolaritäten aufgelöst werden. 190

Die Frage, wer sich bei diesem Interessenwiderstreit durchsetzt, ist sehr einfach zu beantworten. Es ist der **wirtschaftlich** in der Verkaufssituation **Stärkere**, also derjenige, der weniger auf das Zustandekommen der Vereinbarung angewiesen ist als der andere. Dieses Ergebnis kann nur in Randbereichen korrigiert oder abgeschwächt werden. In einzelnen Fällen kann es mitentscheidend sein – nicht für den wirtschaftlichen Grundkonsens, wohl jedoch für das Ergebnis der Verhandlung zu Einzelpositionen –, wer nach der ersten Verhandlungsrunde als Erster den Vertragsentwurf vorlegt. Der andere Verhandlungspartner steht dann unter einem Begründungszwang. Er muss angeben, aus welchen Gründen er mit einer Regelung nicht einverstanden ist. Das wird ihm zwar oft möglich sein, in einigen Fällen jedoch nicht ohne Preisgabe einer taktischen Position. Mitentscheidend für die Durchsetzung bei der Ausgestaltung des Vertragswerks ist daneben die Qualifikation der Verhandelnden. Der fachlich Überlegene und der psychologisch Geschicktere sind im Vorteil. Auch dies unterstützt den Rat, sich bei Unternehmensveräußerungen Fachleuten, externen oder internen, zu bedienen. Die Kosten können nicht so hoch sein, als dass sie durch das dadurch erzielte bessere Verhandlungsergebnis oder durch die dadurch vermiedenen Klippen wieder wettgemacht werden. 191

Führt die Entscheidung eines Interessenwiderstreits in Verhandlungen oft zu einer Härte, sollte man dennoch die **Auseinandersetzung bis zur Entscheidung** im einen oder anderen Sinne nicht scheuen. Auch in Verhandlungen über Unternehmensveräußerungen lässt sich zum Teil die parlamentarische Unsitte beobachten, dass erkannte Probleme nicht gelöst, sondern in den Hintergrund geschoben werden. Man wählt eine Formulierung, die Auslegungsmöglichkeiten nach beiden Seiten offen lässt und glaubt, das Problem in der Zukunft und nach erfolgtem Abschluss schon regeln zu können. Da dies jedoch jede Seite glaubt, kommt es nach Abschluss des Vertrages unweigerlich zu streitigen Auseinandersetzungen. Die Probleme sind größer, als sie es wären, hätte man sie vorher hart ausdiskutiert und gelöst. Dieser Rat bedeutet nicht, dass bei einer sorgfältigen Verhandlung und entsprechenden Ausformulierungen des Vertrages später Streitigkeiten ausgeschlossen sind. Es gibt keine „wasserdichten“ Verträge. Bei den Verhandlungen und der Ausformulierung des Unterneh- 192

menskaufvertrages können nur die Punkte bedacht und geregelt werden, die zu diesem Zeitpunkt bereits gesehen werden. Da auf beiden Seiten Menschen beteiligt sind, die nicht mit der Gabe der Allwissenheit ausgestattet sind, kommt es immer wieder vor, dass aus dem weiten Spektrum der potenziellen späteren Lebenssachverhalte gerade der nicht bedacht worden ist, welcher den künftigen Streit beschert.

## V. Unternehmenskauf vor den Gerichten

- 193 Im Verhältnis zu der mutmaßlichen Zahl der durchgeführten Transaktionen gibt es bei Unternehmenskäufen nur eine relativ geringe Anzahl von veröffentlichten Gerichtsentscheidungen. Das hat zwei Gründe:
- 194 Das Recht der Unternehmenskäufe wird weitgehend durch eine qualitätsmäßig auf hohem Niveau stehende **Kautelarpraxis** bestimmt. So sind Probleme, wie die in der Literatur und in der Rechtsprechung ausgiebigst erörterte Fragen der Sachmängelhaftung in der Praxis nicht so häufig, wie man annehmen sollte. Die Fragen werden in guten Kaufverträgen eingehend geregelt, indem bestimmte Garantietatbestände festgelegt werden und gleichfalls die Rechtsfolge bei Nichteinhaltung der Garantietatbestände. Auch bei sorgfältigst ausformulierten Verträgen können rechtliche Streitigkeiten entstehen, zum Beispiel über die Erfüllung eines Garantietatbestandes oder die Einhaltung einer Wettbewerbsabrede. In der Mehrzahl liegt den Gerichtsentscheidungen ein Sachverhalt zugrunde, bei dem ein kleineres Objekt veräußert wurde. Bei Veräußerung solch kleiner Objekte sind die Vertragskonzepte häufig nicht hinreichend durchdacht.
- 195 Der zweite Grund, weshalb veröffentlichte Gerichtsentscheidungen zu Problemen des Unternehmenskaufs recht selten sind, ist die weit verbreitete Praxis der **Schiedsgerichtsverträge**. Eine Statistik über die bei Unternehmensveräußerungen durchgeführten Schiedsgerichtsstreitigkeiten besteht nicht. Aus Erfahrung lässt sich jedoch sagen, dass ihre Anzahl unbedenklich größer eingeschätzt werden kann als die Zahl der veröffentlichten Gerichtsentscheidungen.
- 196 Bei Unternehmensveräußerungen, bei denen auf beiden Seiten deutsche Vertragspartner beteiligt sind, wird zumeist das nach deutschem Recht **gebräuchlichste Schiedsgerichtsverfahren** gewählt. Es wird ein Dreierschiedsgericht gebildet. Jeweils ein Schiedsrichter wird von einer Partei benannt. Die beiden benannten Schiedsrichter wählen den Obmann. Bei Nichteinigung wird dieser durch ein neutrales Gremium, häufig den Präsidenten der örtlich zuständigen Industrie- und Handelskammer oder den Präsidenten des Oberlandesgerichts, bestellt. Bei der Besetzung der Schiedsgerichte sind Anwälte in der Mehrzahl. Zumindest die beiden Beisitzer sind oft Rechtsanwälte. Vorsitzender kann dann ein profilierter Richter oder Professor einer Hochschule sein. Jedenfalls sind in der weit überwiegenden Zahl aller Fälle die Schiedsrichter Juristen. Das gilt auch dann, wenn als Vorfrage zur Entscheidung des Rechtsstreits Bewertungsfragen zu lösen sind. Der Wirtschaftsprüfer wird im Schiedsgerichtsverfahren dann nur als Sachverständiger hinzugezogen. Davon zu unterscheiden ist die Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers, wenn er, wie dies häufig der Fall ist, als Schiedsgutachter im Sinne des § 317 BGB herangezogen wird.

Schiedsgerichtsverfahren bei Unternehmenskäufen, an denen auf einer Seite ein Ausländer beteiligt ist, werden erleichtert durch die auf diesem Gebiet abgeschlossenen **multilateralen** und **bilateralen Verträge**. Diese ermöglichen die Anerkennung und Vollstreckung von Schiedssprüchen. Das wohl wichtigste dieser Abkommen ist das UN-Übereinkommen über die Anerkennung und die Vollstreckung ausländischer Schiedssprüche vom 10.6.1958 („New Yorker UN-Übereinkommen“).<sup>1</sup> Das UN-Übereinkommen ist für die Bundesrepublik Deutschland mit Wirkung vom 28.9.1971 in Kraft getreten.<sup>2</sup> Ziel dieses Abkommens, das mittlerweile fast universale Gültigkeit hat, ist die Förderung der weltweiten Freizügigkeit schiedsgerichtlicher Entscheidungen.<sup>3</sup> Weitere wichtige Abkommen sind:

- das **Genfer Protokoll** vom 24.9.1923 sowie das **Genfer Abkommen** vom 26.9.1927

und

- das **europäische Übereinkommen** über die Handelsschiedsgerichtsbarkeit vom 21.4.1961.

Neben diesen zwischenstaatlichen Abkommen, die eine internationale Schiedsgerichtsbarkeit erst ermöglicht haben, nehmen zwei Organisationen der **institutionellen Schiedsgerichtsbarkeit** eine große Bedeutung bei internationalen Unternehmensveräußerungen ein. Es ist dies zum einen die **Internationale Handelskammer in Paris (ICC)**. Dort ist ein Schiedsgerichtshof gebildet, dessen Aufgabe es ist, Vorsorge für die schiedsgerichtliche Beilegung wirtschaftlicher Streitigkeiten internationalen Charakters zu treffen. Sein Verfahren richtet sich nach einer Schiedsordnung, deren **gültige Fassung** aus dem Jahr **1998** datiert.<sup>4</sup> In der Schiedsgerichtsbarkeit der internationalen Handelskammer fielen 2009 817 neu eingeleitete Verfahren an.<sup>5</sup> Die angegebene Zahl betrifft sämtliche Rechtsstreitigkeiten, nicht nur Streitigkeiten, die sich aus Unternehmensveräußerungen ergaben. Auch deren Zahl alleine dürfte jedoch nicht unbedeutend sein.<sup>6</sup>

1 Abgedruckt und kommentiert bei *Bülow/Böckstiegel/Geimer/Schütze*, Der internationale Rechtsverkehr in Zivil- und Handelssachen, Loseblatt (Stand 1/2010), Band II, C I 3a–e; *Schwab/Walter*, Schiedsgerichtsbarkeit, Kap. 42 I; s. hierzu auch *Born*, International Commercial Arbitration, Volume I, 2009, S. 92 ff.

2 Vgl. BGBI. II 1965, 102.

3 *Dörig*, Anerkennung und Vollstreckung US-Amerikanischer Entscheidungen, 1998, S. 25.

4 Abgedruckt bei *Bülow/Böckstiegel/Geimer/Schütze*, Der internationale Rechtsverkehr in Zivil- und Handelssachen, Loseblatt (Stand 1/2010), Band II, C III 3; *Schwab/Walter*, Schiedsgerichtsbarkeit, Anh. B I.

5 Vgl. [www.iccwbo.org/court/arbitration/index.html?id=34704](http://www.iccwbo.org/court/arbitration/index.html?id=34704) (Stand 30.6.2010).

6 Vgl. zur Schiedsgerichtsordnung der internationalen Handelskammer in Paris: *Böckstiegel* (Hrsg.), Beweiserhebung im internationalen Schiedsverfahren, 2001; *Born*, International Commercial Arbitration, Volume I, 2009, S. 154 ff.; *Bühler/Webster*, The Handbook of ICC Arbitration, 2005; *Craig/Park/Paulsson*, International Chamber of Commerce Arbitration, 3. Aufl. 2000; *Lachmann*, Hdb. für die Schiedsgerichtspraxis, Kap. 32; *Reiner/Jahnel* in *Schütze*, Institutionelle Schiedsgerichtsbarkeit, 2006, Kap. II, ICC-Schiedsordnung; *Sandrock*, RIW 1987, 649 ff.; *Schäfer/Verbist/Imhoos*, Die ICC Arbitration in Practice, 2005; *Schwab/Walter*, Schiedsgerichtsbarkeit, 7. Aufl. 2005; *Weigand*, Practitioner's Handbook on International Arbitration, 2. Aufl. 2010.

- 199 Die zweite größere internationale Organisation ist die **American Arbitration Association** in New York (AAA). Es handelt sich dabei um eine unabhängige, gemeinnützige Organisation mit dem Hauptsitz in New York und Abteilungen in einundzwanzig großen Städten der USA. Von AAA wurden die Commercial Arbitration Rules entwickelt, aufgrund derer internationale Handelsschiedsstreitigkeiten entschieden werden.<sup>1</sup>
- 200 Bei der Vereinbarung der Schiedsgerichtsordnung verhält es sich wie bei der oben dargestellten Frage des „Käufer-“ oder „Verkäufervertrages“. Der **stärkere Vertragspartner** wird meist die von ihm gewünschte Schiedsgerichtsordnung durchsetzen.
- 201 Das Verfahren vor den Schiedsgerichten endet in der Mehrzahl der Fälle mit einem **Vergleich**. Der Grund liegt nur zum Teil darin, dass Schiedsgerichte stärker noch als ordentliche Gerichte dazu angehalten sind, möglichst auf eine friedliche Lösung des Rechtsstreits hinzuwirken. Schiedsgerichte bewirken durch die Andeutung oder Kundgabe ihrer vorläufigen Rechtsmeinung oft Wunder. Während bei den ordentlichen Gerichten noch auf die zweite und auch dritte Instanz gehofft werden kann, wenn einem die in der Rechtsdiskussion geäußerte Meinung des Gerichts nicht so recht gefällt, ist das Schiedsgericht erste und letzte Instanz. Ordentliche Gerichte können Entscheidungen der Schiedsgerichte nur im Hinblick auf formelle Mängel und die Einhaltung bestimmter rechtsstaatlicher Grundsätze überprüfen. Das erhöht die Bereitschaft der Parteien zur Einigung. Wird das Schiedsgericht dennoch zu einer Entscheidung gezwungen, ist der Wille zur Rechtsgestaltung oft größer als bei den ordentlichen Gerichten. Durch die Entscheidung des Schiedsgerichts kann aus einem schlechten Kaufvertrag ein guter Kaufvertrag werden.
- 202 Das **Klagepetitum** bei Klagen vor dem Schiedsgericht beinhaltet selten eine Rückgängigmachung des Kaufvertrages. Wenn ein solches Ergebnis auch theoretisch möglich ist, so ist es praktisch kaum durchführbar (vgl. dazu Teil VII Rz. 207 ff.). In der Vielzahl der Fälle wird eine Minderung aufgrund der Nichteinhaltung von Zusicherungen begehrt. Die Möglichkeit einer solchen Minderung ist meist in vertraglich niedergelegten Formeln ausgefüllt worden. Weiterhin kommen Klagen auf Schadensersatz wegen Nichterfüllung oder Einhaltung einer bestimmten Garantiezusage in Betracht.

<sup>1</sup> Vgl. *Born, International Commercial Arbitration, Volume I, 2009, S. 160 ff.; Lachmann, Hdb. für die Schiedsgerichtspraxis, Kap. 31, Rz. 2944, Kap. 47, Rz. 4767.*