

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

**Leseprobe zu**



**Krieger/Uwe H. Schneider (Hrsg.)**

**Handbuch Managerhaftung**

Risikobereiche und Haftungsfolgen für Vorstand, Geschäftsführer, Aufsichtsrat

2007, 1015 S., Lexikonformat, gbd,

ISBN 978-3-504-40076-7

Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln

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

## § 23 Risikobereich und Haftung: M&A-Transaktionen

Dr. Thomas Bucker/Dr. Christoph von Bülow

	Rz.		Rz.
<b>A. Einführung</b> . . . . .	1	b) Informationspflichten . . .	35
<b>B. Spezifische Managerpflichten bei M&amp;A-Transaktionen</b> . . . . .	4	c) Interessenkonflikte . . . .	37
I. Insiderrecht . . . . .	4	V. Wahrung der aktienrechtlichen Kompetenzordnung . . .	38
1. Kauf bzw. Verkauf börsennotierter Aktien . . . . .	6	1. Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats . . . . .	39
2. Börsennotiertes Unternehmen als Käufer oder Verkäufer . . . . .	10	2. Mitwirkungsrechte der Hauptversammlung . . . . .	41
II. Ad-hoc-Publizität . . . . .	12	3. Folgen einer Kompetenzüberschreitung . . . . .	42
III. Anzeige- und Genehmigungspflichten . . . . .	16	VI. Mitteilungspflichten . . . . .	44
1. Fusionskontrolle . . . . .	17	1. Börsennotierte Unternehmen	45
2. Bank- und Versicherungsaufsichtsrecht . . . . .	18	a) §§ 21 f. WpHG . . . . .	45
3. Ausländische Anzeige- und Genehmigungserfordernisse	19	b) Directors' Dealings . . . .	49
IV. Managerpflichten bei öffentlichen Übernahmen . . . . .	20	2. Nicht börsennotierte Unternehmen . . . . .	50
1. Rechtliche Rahmenbedingungen in Deutschland . . . . .	21	<b>C. Allgemeine Managerpflichten bei M&amp;A-Transaktionen</b> . . . . .	51
a) Vertraulichkeit . . . . .	22	I. Handeln zum Wohl der Gesellschaft auf Grund angemessener Information . . . . .	52
b) Vorbereitungsmaßnahmen	23	II. Due Diligence . . . . .	56
c) Vor-, Parallel- und Nacherwerbe . . . . .	26	III. Transaktionsstrukturierung . . .	60
d) Berater . . . . .	28	IV. Abbruch von Vertragsverhandlungen . . . . .	63
e) Informationspflichten . . .	29	V. Vertragsgestaltung . . . . .	64
f) Angebotsunterlage . . . . .	30	VI. Haftungsrisiken und Pflichten nach Vertragsvollzug . . . . .	68
2. Zielgesellschaft . . . . .	32	1. Integrationsmaßnahmen . . .	68
a) Verhinderungsverbot . . . . .	33	2. Vertragsmonitoring . . . . .	71

### A. Einführung

Der Erwerb und die Veräußerung von Unternehmen ist für die strategische Ausrichtung und Entwicklung vieler Gesellschaften von zentraler Bedeutung. Das Volumen von *Mergers & Acquisitions* (M&A) hat in den vergangenen Jahren neue Höchststände erreicht.<sup>1</sup> Die Öffnung der Märkte in Osteuropa

<sup>1</sup> S. [http://www.kpmg.de/about/press\\_office/14466.htm](http://www.kpmg.de/about/press_office/14466.htm) und die KPMG-Studie „Global M&A Predictor“ v. 31.7.2006, [http://www.kpmg.at/de/topics/3862\\_deu\\_html.php](http://www.kpmg.at/de/topics/3862_deu_html.php).

und Fernost sowie die allgemeine Intensivierung des globalen Wettbewerbs erhöhen den Anpassungsdruck – vor allem für international operierende Unternehmen. Gründe für den Erwerb von Unternehmen sind zumeist der Wunsch nach Expansion oder nach Diversifizierung. Der Verkauf von Unternehmen oder Geschäftsbereichen ist oftmals durch die angestrebte Konzentration auf strategische Kernfelder oder Trennung von weniger profitablen oder restrukturierungsbedürftigen Unternehmensbereichen motiviert.

2. Angesichts der großen Bedeutung von M&A-Transaktionen und der Komplexität der Rahmenbedingungen ist es fast verwunderlich, dass es nicht häufiger zu Fällen von M&A-bezogener Organhaftung kommt<sup>1</sup>. Die ganz überwiegende Zahl spektakulärer Fälle von Managerhaftung – allen voran die US-Fälle Enron, Worldcom bzw. die deutschen Beispiele EM.TV, Comroad und Flowtex<sup>2</sup> – ist eher dem Bereich von Falschbilanzierung und irreführender Kapitalmarktkommunikation zuzuordnen. Die Gründe für diese vergleichsweise geringe „**Prozessneigung**“ des M&A-Geschäfts dürften zum einen im bislang (wohl noch) vorherrschenden System der „Innenhaftung“ von Vorstand und Aufsichtsrat liegen, das signifikante Hürden für die gerichtliche Inanspruchnahme von Organen errichtet.<sup>3</sup> Zum anderen wirkt sich gerade im Bereich des M&A das Haftungsprivileg der *Business Judgment Rule*, die nach ihrer richterrechtlichen Ausformung durch die ARAG/Garmenbeck-Entscheidung des BGH<sup>4</sup> nunmehr in § 93 Abs. 1 AktG explizit verankert ist,<sup>5</sup> in besonderer Weise aus: Die Entscheidung zum Erwerb oder zur Veräußerung eines Unternehmens oder Geschäftszweigs liegt im Kernbereich des unternehmerischen Handelns und geht oftmals mit komplexen Einschätzungen, Wertungen und Prognosen einher. Fehlerurteile – selbst wenn sie gravierende wirtschaftliche Folgen haben mögen – sind in diesem „geschützten“ Bereich daher kaum justitiabel. Sie führen allenfalls zur Abberufung der verantwortlichen Organmitglieder, nicht aber zu einer persönlichen Inanspruchnahme. Dessen ungeachtet ist die sorgfältige **Dokumentation** des jeweiligen Sachverhalts und Entscheidungsprozesses oft von maßgeblicher Bedeutung für die Abwehr von Ansprüchen.

1 Vgl. jedoch etwa OLG Oldenburg v. 22.6.2006 – 1 U 34/03, DB 2006, 2511.

2 BGH v. 9.5.2005 – II ZR 287/02, NJW 2005, 2450 = AG 2005, 609 – EM.TV; OLG Frankfurt a.M. v. 17.3.2005 – 1 U 149/04, NZG 2005 516 = AG 2005, 401 – Comroad I; OLG München v. 20.4.2005 – 7 U 5303/04, NZG 2005 518 = AG 2005, 484 – Comroad II; BGH v. 10.11.2004 – VIII ZR 186/03, NJW 2005, 359 = ZIP 2004, 2384 – Flowtex. Vgl. dazu den Überblick bei *Duve/Basak*, BB 2005, 2645 ff.

3 Auch nach Inkrafttreten des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) setzt die Erhebung einer gegen Organmitglieder gerichteten Klage das Durchlaufen eines Klagezulassungsverfahrens voraus (§ 148 AktG), bei der unter anderem Tatsachen vorliegen müssen, die den Verdacht rechtfertigen, dass der Gesellschaft durch *Unredlichkeit oder grobe Verletzung des Gesetzes oder der Satzung* ein Schaden entstanden ist, hierzu: *Hüffer*, § 148 AktG Rz. 4 ff.; *K. Schmidt*, NZG 2005, 796. Vgl. aber *Duve/Basak*, BB 2006, 1345, 1347 ff.

4 BGH v. 21.4.1997 – II ZR 175/95, NJW 1997, 1926 = AG 1997, 377.

5 BT-Drucks. 15/5092, §§ 293 ff. AktG zum Abschluss von Unternehmensverträgen.

Der praktisch relevante Bereich der „Managerhaftung bei M&A Prozessen“<sup>3</sup> liegt eher in der Verletzung von kapitalmarkt- und gesellschaftsrechtlichen Organisations- und Begleitpflichten. Diese bilden den Schwerpunkt der nachfolgenden Darstellung.

## B. Spezifische Managerpflichten bei M&A-Transaktionen

### I. Insiderrecht

Bei M&A-Transaktionen unter Beteiligung börsennotierter Unternehmen ergeben sich für das jeweilige Management der handelnden Parteien besondere Haftungsrisiken aus dem gesetzlichen **Verbot von Insidergeschäften** nach § 14 Abs. 1 WpHG. Schon im Hinblick auf die immer noch bestehenden Unsicherheiten bei der Auslegung der Norm ist ein besonders vorsichtiges Vorgehen geboten. Es umfasst drei Grundtatbestände: Das Verbot, Insiderpapiere unter Verwendung einer Insiderinformation zu erwerben oder zu veräußern (§ 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG, sog. *Insiderhandelsverbot*), einem anderen eine Insiderinformation unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, sog. *Offenlegungsverbot*) sowie das Verbot, auf der Grundlage einer Insiderinformation den Erwerb oder die Veräußerung von Insiderpapieren zu empfehlen (*Empfehlungsverbot*, § 14 Abs. 1 Nr. 3 WpHG). Adressat der Norm ist jedermann, der über eine Insiderinformation verfügt. Dazu können auch juristische Personen gehören.<sup>1</sup>

Das Insiderhandelsverbot ist **strafbewehrt**, vgl. § 38 Abs. 1 WpHG. Verstöße gegen das Offenlegungsverbot oder das Empfehlungsverbot stellen für sog. Primärinsider, zu denen auch Organmitglieder zählen, eine Straftat (§ 38 Abs. 1 Nr. 2 WpHG), im Übrigen nach § 39 Abs. 2 Nrn. 3 und 4 WpHG eine Ordnungswidrigkeit dar.

#### 1. Kauf bzw. Verkauf börsennotierter Aktien

Aktien sind **Insiderpapiere**, wenn sie an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen, in den geregelten Markt oder den Freiverkehr einbezogen (§ 12 Satz 1 Nr. 1 WpHG) oder aber in einem anderen EWR-Mitgliedstaat zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind (§ 12 Satz 1 Nr. 2 WpHG).<sup>2</sup> Auch Optionen und Derivatивgeschäfte, die sich auf die Aktien eines börsennotierten Unternehmens beziehen, sind erfasst, vgl. § 12 Abs. 1 Nr. 3 WpHG.

<sup>1</sup> Assmann in Assmann/Uwe H. Schneider, § 14 WpHG Rz. 5; vgl. auch Art. 1 Nr. 6 der Richtlinie 2003/6/EG vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation ABl. EG Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16.

<sup>2</sup> Ausreichend ist hierbei, dass ein Antrag auf Börsenzulassung oder Einbeziehung in den geregelten Markt bzw. Freiverkehr gestellt oder öffentlich angekündigt worden ist, vgl. § 12 Satz 2 WpHG.

- 7 Das Insiderhandelsverbot untersagt den Erwerb und die Veräußerung von Insiderpapieren unter **Verwendung** einer „**Insiderinformation**“. Nach § 13 Abs. 1 WpHG sind Insiderinformationen konkrete Informationen über nicht öffentlich bekannte Umstände, die sich auf einen oder mehrere Emittenten börsennotierter Wertpapiere oder auf die Insiderpapiere selbst beziehen und die geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsenkurs der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen.<sup>1</sup>
- 8 Aus Sicht des Verkäufers führen ausschließlich Insiderinformationen zu einem Veräußerungsverbot, die im Falle ihres Bekanntwerdens zu einem niedrigeren Börsenkurs der Aktie führen können. Umgekehrt führt aus Käufersicht nur die Kenntnis von *positiven* Insiderinformationen zu einem Erwerbsverbot. Ausnahmen gibt es gleichwohl: Hat der Käufer etwa eine positive Insiderinformation im Rahmen einer **Due-Diligence-Prüfung** bei der Zielgesellschaft erlangt, kann er Aktien nach herrschender, jedoch nicht unbestrittener Meinung durch außerbörsliche Paketerwerbe, bei denen sowohl der Käufer als auch der Verkäufer den gleichen Kenntnisstand über die betreffende Insiderinformation haben, erwerben.<sup>2</sup> Weitere Zukäufe über die Börse oder von Dritten, die nicht über die betreffende Insiderinformation verfügen (sog. *alongside purchases*) würden hingegen gegen das Insiderhandelsverbot verstoßen.
- 9 In welchem Umfang das Insiderhandelsverbot auch im Rahmen von öffentlichen **Übernahme- oder Pflichtangeboten** gilt, ist im Einzelnen umstritten. Zu eng dürfte allerdings die Verwaltungspraxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) sein, nach der die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots in Kenntnis einer Insiderinformation grundsätzlich unzulässig sein soll. Sie steht im Widerspruch zu Erwägungsgrund 29 der Marktmissbrauchsrichtlinie,<sup>3</sup> wonach das Verwenden einer Insiderinformation im Falle eines öffentlichen Übernahmeangebots als solches nicht als Insidergeschäft gelten soll. Zulässig bleibt auch das sog. „**stake building**“ im Vorfeld einer Übernahme, wenn der Käufer über keine andere Insiderinformation verfügt als die Kenntnis von seiner eigenen Übernahmeabsicht. Denn in diesem Fall wird die Insiderinformation nicht verwendet, sondern umgesetzt.<sup>4</sup> Neben einer möglichen Organhaftung im Hinblick auf Schäden des Unternehmens durch eine Verletzung des Insiderhandelsverbots sind auch die individuellen strafrechtlichen Sanktionen für das Management zu beachten (s. oben Rz. 5).

1 Zum Begriff der Insiderinformation: Assmann in Assmann/Uwe H. Schneider, § 13 WpHG Rz. 49. Zu Beispielen aus der Praxis vgl. Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Stand: 15. Juli 2005), S. 43 f.

2 Assmann in Assmann/Uwe H. Schneider, § 14 WpHG Rz. 28, 42; Hemeling, ZHR 169 (2005), 274, 284; Schäfer in Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 14 WpHG Rz. 8 f.

3 ABl. EG Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16.

4 Assmann in Assmann/Uwe H. Schneider, § 14 WpHG Rz. 31; Schäfer in Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 14 WpHG Rz. 71.

## 2. Börsennotiertes Unternehmen als Käufer oder Verkäufer

Tritt ein börsennotiertes Unternehmen als Verkäufer oder Käufer auf, kann diese Tatsache für das Unternehmen selbst eine Insiderinformation darstellen. Dies ist der Fall, wenn die Transaktion für das Unternehmen von solcher Bedeutung ist, dass sie aus Sicht eines verständigen Anlegers zu einer erheblichen Beeinflussung des Börsenkurses eines ihrer Wertpapiere führen kann. Bei **mehrstufigen Prozessen**, wie dies bei M&A-Transaktionen regelmäßig der Fall ist, stellt sich für jedes Stadium die Frage, ob der möglichen Transaktion bereits die Eignung zur erheblichen Preisbeeinflussung zukommt. Sind die Verhandlungen noch nicht über die Abgabe eines sog. Letter of Intent hinausgekommen oder läuft noch eine Due-Diligence-Prüfung, würde ein verständiger Anleger diesen Sachverhalt wegen der noch bestehenden Unwägbarkeiten regelmäßig noch nicht „einpreisen“.<sup>1</sup> Er stellt dann noch keine Insiderinformation dar. Erst wenn vernünftigerweise damit gerechnet werden kann, dass es tatsächlich zur Transaktion kommt, wird der Umstand zu einer Insiderinformation. Ab diesem Zeitpunkt ist es dem Management und allen sonstigen von der Transaktion informierten Dritten verboten, in Wertpapieren des betreffenden Unternehmens zu handeln. Auch der **Erwerb eigener Aktien** ist in diesem Fall nur dann noch möglich, wenn die (engen) Voraussetzungen des § 14 Abs. 2 WpHG vorliegen. In dieser Situation hat also der Vorstand sicherzustellen, dass keine Aktienrückkäufe mehr z.B. zu dem Zweck erfolgen, die Aktien später als Akquisitionswährung einzusetzen. Bei der Umsetzung von Aktienrückkaufprogrammen empfiehlt es sich daher, gegenüber der beauftragten Bank eine feste Verpflichtung zum Erwerb einer bestimmten Anzahl von Aktien einzugehen. Dann kann das beauftragte Institut den Aktienrückkauf auch dann noch durchführen, wenn das Unternehmen nach Auftragserteilung Kenntnis von Insiderinformationen erhält. Stoppt dagegen das Unternehmen im Hinblick auf eine Insiderinformation das Rückkaufprogramm, wird das Insiderhandelsverbot nicht verletzt, da es nicht mehr zu einem Erwerbstatbestand kommt.<sup>2</sup>

Aus § 15b WpHG ergeben sich besondere Organisationspflichten des Vorstands im Hinblick auf die **Compliance** mit insiderrechtlichen Vorschriften bei M&A-Transaktionen. Nach jener Norm müssen börsennotierte Unternehmen sog. **Insiderverzeichnisse** führen. Der Vorstand hat dafür zu sorgen, dass die in den Verzeichnissen aufgeführten Personen über die rechtlichen Pflichten, die sich aus dem Zugang zu Insiderinformationen ergeben, sowie über die Rechtsfolgen von Verstößen aufgeklärt werden, vgl. § 15b Abs. 1 Satz 3 WpHG. Ergänzende Pflichten ergeben sich aus §§ 14 bis 16 WpAIV.<sup>3</sup> Die Ver-

1 Vgl. Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Stand: 15. Juli 2005), S. 19 f.

2 Assmann in Assmann/Uwe H. Schneider, § 14 WpHG Rz. 39; Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Stand: 15. Juli 2005), S. 29 f.

3 Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz vom 13.12.2004, BGBl. I 2004, 3376, zuletzt geändert durch Art. 2 des Gesetzes vom 5.1.2007 (BGBl. I 2007, 10).

letzung der Verpflichtung zur Führung eines Insiderverzeichnisses stellt eine Ordnungswidrigkeit dar (§ 39 Abs. 2 Nr. 8 WpHG).

## II. Ad-hoc-Publizität

- 12 Nach § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG sind börsennotierte und im Börsenzulassungsverfahren befindliche Unternehmen verpflichtet, Insiderinformationen, die diese unmittelbar betreffen, unverzüglich zu veröffentlichen. Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht ist es, den Kapitalmärkten unverzüglich und gleichmäßig alle **kursrelevanten Informationen** zur Verfügung zu stellen. Gleichzeitig ist die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität eine wichtige Präventivmaßnahme gegen das Verbot von Insidergeschäften.
- 13 Der Begriff der Insiderinformation ist deckungsgleich mit dem im Rahmen des Insiderhandelsverbots verwendeten Begriff (s. oben Rz. 7). Allerdings bezieht sich die Veröffentlichungspflicht nur auf solche Insiderinformationen, die den Emittenten **unmittelbar betreffen**. Beziehen sie sich nur auf seine Wertpapiere (beispielsweise die bevorstehende Umplatzierung eines Aktienpakets) oder allgemeine, wenn auch für den Emittenten besonders bedeutsame Sachverhalte (wie etwa allgemeine Wirtschaftsdaten oder die Ölpreisentwicklung), besteht daher keine Veröffentlichungspflicht.<sup>1</sup>
- 14 Unter bestimmten Voraussetzungen (vgl. § 15 Abs. 3 WpHG) kann der Emittent eigenverantwortlich den **Aufschub der Veröffentlichung** einer Insiderinformation vornehmen. Diese Möglichkeit erlangt gerade bei der Vorbereitung großvolumiger M&A-Transaktionen besondere Relevanz. Dabei ist abzuwägen, ob der Schutz des Vertraulichkeitsinteresses gegenüber dem Interesse des Kapitalmarkts an einer vollständigen und zeitnahen Information überwiegt. Insgesamt sind an die Interessen des Emittenten zur Vertraulichkeit keine zu hohen Anforderungen zu stellen. So ist bei Entscheidungsprozessen, die den Aufsichtsrat involvieren, ein Aufschub angesichts der dem Aufsichtsrat nach dem Aktienrecht zugewiesenen Überwachungsaufgabe regelmäßig zulässig.<sup>2</sup> Ein Aufschub der Veröffentlichung kommt jedoch in jedem Fall nur dann in Betracht, wenn keine **Irreführung der Öffentlichkeit** zu befürchten ist und der Emittent die **Vertraulichkeit der Insiderinformation** gewährleisten kann (§ 15 Abs. 3 Satz 1 WpHG). Nimmt der Emittent ein Recht zum Aufschub der Veröffentlichung wahr, darf er keine dem wahren Sachverhalt gegenläufigen Erklärungen abgeben oder Signale setzen. Er muss sich in diesen Fällen auf eine strikte „No Comment Policy“ beschränken.<sup>3</sup> Entfallen die Voraussetzungen für einen Aufschub der Veröffentlichung, ist diese unverzüglich **nachzuholen**.

1 Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Stand: 15. Juli 2005), S. 41 f.

2 Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Stand: 15. Juli 2005), S. 46.

3 Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Stand: 15. Juli 2005), S. 56.

Der BaFin sind gleichzeitig die Gründe offen zu legen, weshalb dem Emittenten ein Recht auf Aufschub der Veröffentlichung zustand (vgl. § 15 Abs. 3 Sätze 2 und 4 WpHG).

Nach §§ 37b und c WpHG haftet nur der Emittent für Verletzungen der Ad-hoc-Publizitätspflicht. Er kann jedoch ggf. die verantwortlichen Organmitglieder im Wege des Regresses in Anspruch nehmen.<sup>1</sup> Bei vorsätzlichem und sittenwidrigem Handeln besteht auch eine **Organaußenhaftung**.<sup>2</sup> 15

### III. Anzeige- und Genehmigungspflichten

Der Erwerb und die Veräußerung bedeutender Beteiligungen an Unternehmen können im In- und Ausland Anzeige- und Genehmigungspflichten auslösen. Um Haftungsrisiken für das Management zu vermeiden, müssen M&A-Transaktionen daher schon in einem sehr frühen Stadium sorgfältig daraufhin geprüft werden, ob sie **Anmeldungserfordernissen** und ggf. sogar **gesetzlichen Vollzugsverboten** unterliegen. 16

#### 1. Fusionskontrolle

Nach § 41 Abs. 1 GWB dürfen größere **Zusammenschlussvorhaben** erst nach Freigabe durch das Bundeskartellamt vollzogen werden. Zusammenschlussvorhaben mit gemeinschaftsweiter Bedeutung dürfen nach Art. 7 Abs. 2 EG-Fusionskontrollverordnung grundsätzlich nicht vor deren Freigabe durch die Kommission vollzogen werden. 17

#### 2. Bank- und Versicherungsaufsichtsrecht

Der beabsichtigte Erwerb einer bedeutenden Beteiligung an einem **Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut** ist sowohl der BaFin als auch der Deutschen Bundesbank anzuzeigen (§ 2c Abs. 1 Satz 1 KWG). Die BaFin kann innerhalb von drei Monaten nach Eingang der Anzeige bei Vorliegen einer der in § 2c Abs. 1a Satz 1 KWG genannten Gründe eine Untersagungsverfügung erlassen. Vergleichbare Bestimmungen bestehen hinsichtlich des Erwerbs einer bedeutenden Beteiligung an **Erstversicherungsunternehmen** (§ 104 Abs. 1 VAG). Hinsichtlich der Anzeigepflichten und der Untersagungsmöglichkeiten durch die BaFin (§ 104 Abs. 1 und 1a VAG) gelten im Wesentlichen die gleichen Voraussetzungen wie im Bankaufsichtsrecht.<sup>3</sup> 18

1 *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, §§ 37b, 37c WpHG Rz. 134; *Duve/Basak*, BB 2005, 2645.

2 BGH v. 9.5.2005 – II ZR 287/02, NJW 2005, 2450 = AG 2005, 609 – EM.TV. Vgl. dazu den Überblick bei *Duve/Basak*, BB 2005, 2645 ff.

3 Dazu *Weber-Rey*, Übernahmen im Versicherungsbereich, in Semler/Volhard Arbeitshandbuch Unternehmensübernahmen (Band 1), 2001, § 19, S. 931 ff.



### 3. Ausländische Anzeige- und Genehmigungserfordernisse

- 19 Auch nach ausländischen Rechtsordnungen bestehende Anmeldepflichten und Vollzugsverbote sind zu beachten. Nach den jeweils nationalen Regelungen können diese auch dann Anwendung finden, wenn eine M&A-Transaktion zunächst nur einen rein inländischen Sachverhalt zu betreffen scheint. Dies gilt etwa für kartellrechtliche Anmeldeerfordernisse bzw. Vollzugsverbote, da die entsprechenden Regelungen nach den nationalen Regelungen jeweils auch auf Auslandssachverhalte Anwendung finden, wenn diese **Auswirkungen in dem jeweiligen Staat** haben. Voraussetzung hierfür ist, dass die jeweiligen nationalen Schwellenwerte überschritten sind und die Transaktion einen „Zusammenschluss“ im Sinne der nationalen Gesetze darstellt. Von nicht unerheblicher praktischer Bedeutung sind auch bankaufsichts- und versicherungsrechtliche Anmelde- und Freigabeerfordernisse. Auch diese können schon dann ausgelöst werden, wenn eine bedeutende Beteiligung an einem Mutterunternehmen des betreffenden ausländischen Kreditinstituts bzw. Versicherungsunternehmens erworben wird.<sup>1</sup> Die Verletzung ausländischer regulatorischer Normen kann im Inland regelmäßig nicht geahndet werden. Sie hat daher bisweilen nur praktische Folgen (z.B. „cold shouldering“), die sich im Einzelfall aber durchaus als gravierend herausstellen können.

## IV. Managerpflichten bei öffentlichen Übernahmen

- 20 Mit der ständig wachsenden Markttiefe der nationalen Kapitalmärkte in den vergangenen Jahren hat national wie international die Übernahme börsennotierter Gesellschaften ständig zugenommen.<sup>2</sup> Bei öffentlichen Angeboten sind eine Vielzahl von Pflichten zu beachten, die sich aus der **Kapitalmarktorientierung** dieser Angebote und der höheren gesetzlichen Regelungsdichte in diesem Bereich, gerade auch bei grenzüberschreitenden Angeboten, ergeben. Bei Planung und Durchführung eines Angebotsverfahrens ist die Geschäftsführung des Bieters für die strikte Beachtung aller anwendbaren gesetzlichen Regelungen verantwortlich. Auch anwendbare ausländische, insbesondere US-amerikanische Normen sind zu beachten. Das Management trifft eine besondere Verantwortung bei der Auswahl geeigneter Berater. Angebotsbehindernde **Interessenkonflikte** von Vertretern des Bieters aus Mandaten bei der Zielgesellschaft<sup>3</sup> sind rechtzeitig aufzulösen.

<sup>1</sup> Vgl. etwa die entsprechenden Bestimmungen des Change In Bank Control Act of 1978 (12 U.S.C. § 1817(j)).

<sup>2</sup> Hierzu in jüngerer Zeit z.B. *Pötzs* in Assmann/Pötzs/Uwe H. Schneider, WpÜG, Einleitung Rz. 1 sowie *Hirte* in KölnKomm. WpÜG, Einleitung Rz. 35 ff. Vgl. auch die Jahresberichte der BaFin unter [www.bafin.de](http://www.bafin.de).

<sup>3</sup> Dazu etwa *Möllers*, ZIP 2006, 1615 ff.

## 1. Rechtliche Rahmenbedingungen in Deutschland

Öffentliche Angebote für deutsche börsennotierte Unternehmen unterliegen 21 den Vorschriften des sog. **Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes** (WpÜG)<sup>1</sup> sowie der nach dem WpÜG ergangenen Rechtsvorordnungen, insbesondere der WpÜG-Angebotsverordnung.<sup>2</sup> Öffentliche Angebote zum Erwerb eigener Aktien sind jedoch nunmehr vom Anwendungsbereich des Gesetzes ausgenommen.<sup>3</sup> Das WpÜG unterscheidet nach Struktur und Zielrichtung des Angebots zwischen Erwerbs-, Übernahme- und Pflichtangeboten. Während eine Reihe von Regelungen für alle Angebotsverfahren gelten, finden insbesondere die Mindestpreisregelungen des § 31 WpÜG i.V.m. §§ 4 ff. WpÜG-AngebVO nur auf Übernahme- und Pflichtangebote Anwendung.

### a) Vertraulichkeit

Die Vorbereitung eines öffentlichen Übernahme- oder Pflichtangebots erfordert besondere Vorkehrungen seitens des Bieters und seiner Berater zur Vertraulichkeitwahrung. Dies ist zum einen in den **Mindestpreisregelungen** des WpÜG begründet. Nach § 31 WpÜG i.V.m. §§ 3 ff. WpÜG-AngebVO muss bei Übernahme- und Pflichtangeboten die angebotene Gegenleistung bestimmte Mindestkriterien erfüllen. Dazu gehört u.a. auch, dass der Angebotspreis den gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor Ankündigung des Übernahmeangebots bzw. Kontrollerwerb nicht unterschreiten darf (§ 31 Abs. 1 WpÜG i.V.m. §§ 5 und 6 WpÜG-AngebVO).<sup>4</sup> Vertraulichkeitslücken führen regelmäßig durch **spekulative Käufe** und Insidergeschäfte zu einem Anstieg des Börsenkurses der Zielgesellschaft. Dadurch verringert sich der Spielraum des Bieters zum Angebot einer Angebotsprämie. Im Extremfall kann das Angebot durch einen Anstieg des Börsenkurses sogar obsolet werden. Ist der Bieter selbst eine börsennotierte Gesellschaft, ist die strikte Vertraulichkeitwahrung auch deshalb erforderlich, weil ansonsten die Möglichkeit des Aufschubs der Veröffentlichung des bevorstehenden Angebots als **Ad-hoc-Mitteilung** nach § 15 WpHG entfallen könnte (s. oben Rz. 14). Die Organe des Bieters haben also diejenigen Maßnahmen zu veranlassen, die erforderlich sind, damit Informationen über das in Erwägung gezogene bzw. bevorstehende Angebot nur an Personen weitergegeben werden, die diese zur Wahrnehmung der ihnen übertragenen Aufgaben auch tatsächlich benötigen.

1 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20.12.2001 (BGBl. I 2001, 3822), zuletzt geändert durch Art. 10 des Gesetzes vom 5.1.2007 (BGBl. I 2007, 10).

2 WpÜG-Angebotsverordnung vom 27.12.2001 (BGBl. I 2001, 4263), zuletzt geändert durch Art. 1 der Verordnung vom 17.7.2006 (BGBl. I 2006, 1697).

3 Verlautbarung der BaFin vom 9.8.2006. Vgl. auch *Pluskat*, NZG 2006, 731.

4 Eine zeitnahe Berechnung dieses Börsenkurses findet sich auf der Homepage der BaFin unter [www.bafin.de/database/mindestpreis/front?aktion=start](http://www.bafin.de/database/mindestpreis/front?aktion=start).

**b) Vorbereitungsmaßnahmen**

- 23 Das Management hat **alternative Transaktionsstrukturen**, wie etwa eine Verschmelzung von Bieter und Zielgesellschaft zu prüfen und deren Vor- und Nachteile gegenüber einem Übernahmeverfahren abzuwägen. Transaktionsstrukturen, die hauptversammlungspflichtige Kapitalmaßnahmen seitens des Bieters voraussetzen, sollten aus Gründen der **Transaktionssicherheit** und **Transaktionsgeschwindigkeit** regelmäßig vermieden werden. Ist der Bieter selbst eine Aktiengesellschaft, bedarf es jedoch selbst bei großvolumigen Transaktionen nach den sog. „Holzmüller“- bzw. „Gelatine“-Grundsätzen des BGH<sup>1</sup> regelmäßig nicht der Zustimmung der Hauptversammlung.
- 24 Im Übrigen ist darauf zu achten, dass die Angebotsstruktur den Bedürfnissen des Bieters insbesondere in finanzieller, bilanzieller und steuerlicher (und zwar auch grunderwerbsteuerlicher<sup>2</sup>) Hinsicht entspricht. Um eine möglichst hohe Annahmquote zu erzielen, müssen auch die **steuerlichen Folgen** einer Annahme des Angebots aus Sicht der Aktionäre der Zielgesellschaft berücksichtigt werden.
- 25 Spätestens zum Zeitpunkt der Einreichung der Angebotsunterlage bei der BaFin muss der Bieter zudem sicherstellen, dass ihm die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel bei der Abwicklung des Angebots zeitgerecht zur Verfügung stehen werden (§ 13 Abs. 1 Satz 1 WpÜG). Bei Barangeboten muss der Bieter zusätzlich eine **Finanzierungsbestätigung** durch ein unabhängiges Wertpapierdienstleistungsunternehmen beschaffen (§ 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG). Im Hinblick auf die Pflicht zur Abgabe eines Angebots nach Veröffentlichung der Angebotsabsicht (§ 14 Abs. 1 Satz 1 WpÜG) ist zu empfehlen, dass der Bieter die Finanzierung des Angebots sowie die Ausstellung der Finanzierungsbestätigung bereits vor dessen Ankündigung durch geeignete vertragliche Vereinbarungen sichert.

**c) Vor-, Parallel- und Nacherwerbe**

- 26 Neben dem historischen Börsenkurs bildet die höchste der von dem Bieter innerhalb der letzten sechs Monate vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage gewährte oder vereinbarte Gegenleistung für Aktien der Zielgesellschaft eine zwingende gesetzliche Vorgabe für die Mindesthöhe der anzubietenden Gegenleistung (§ 4 WpÜG-AngebVO). **Vorerwerbe** können auch die Möglichkeit des Bieters, eigene Aktien als Gegenleistung anzubieten, einschränken. Denn hat der Bieter in dem Zeitraum von sechs Monaten vor Veröffentlichung der Angebotsabsicht bis zum Ablauf der Annahmefrist des Angebots

<sup>1</sup> BGH v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, NJW 1982, 1703 = AG 1982, 158 – Holzmüller; BGH v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, ZIP 2004, 993 = AG 2004, 384 – Gelatine; vgl. dazu etwa Liebscher, ZGR 2005, 1 ff.; Habersack in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, vor § 311 Rz. 33; Mülbart in Großkomm. AktG, § 119 Rz. 20.

<sup>2</sup> Vgl. Behrens/Scholderer, AG 2005, 388 ff.

insgesamt 5 % der Aktien oder Stimmrechte an der Zielgesellschaft gegen Zahlung einer Geldleistung erworben, muss auch das Pflicht- bzw. Übernahmeangebot (jedenfalls auch) gegen Barleistung erfolgen (§ 31 Abs. 3 WpÜG). Erwerbsvorgänge oder sonstige Vereinbarungen von Personen, die mit dem Bieter gemeinsam handeln (§ 2 Abs. 5 WpÜG), werden dem Bieter **zugerechnet**. Konzernunternehmen des Bieters gelten dabei (unwiderleglich) als mit diesem gemeinsam handelnde Personen (§ 2 Abs. 5 Satz 3 WpÜG). Das Management des Bieters muss daher schon im Vorfeld einer Transaktion sorgfältig Geschäfte in Aktien der Zielgesellschaft abwägen. Daneben ist (ggf. durch entsprechende vertragliche Vereinbarungen) sicherzustellen, dass auch mit dem Bieter gemeinsam handelnde Personen keine Maßnahmen ergreifen, die präjudiziell für den Bieter wirken. Hier besteht bieterseitig ein besonders hohes Schadenspotential.

Entsprechendes gilt für **Parallel- und Nacherwerbe** von Aktien der Zielgesellschaft durch den Bieter oder mit diesem gemeinsam handelnde Personen. Diese können (rückwirkend) zu einer Erhöhung des Mindestangebotspreises führen. Nach Bekanntgabe bzw. Vollzug des Angebots müssen die Organe des Bieters also die notwendigen Maßnahmen ergreifen, um unkoordinierte preiserhöhende Parallel- oder Nacherwerbe, die zudem nach § 23 Abs. 2 WpÜG veröffentlichungspflichtig sind, auszuschließen.

#### d) Berater

Die Regelungsdichte und Besonderheiten öffentlicher Pflicht- und Übernahmeangebote erfordern die Beratung des Bieters nicht nur aus rechtlicher und steuerlicher Sicht, sondern auch aus Kapitalmarktperspektive. Deshalb ist regelmäßig die Einschaltung eines in Transaktionen dieser Art erfahrenen **Finanzberaters** indiziert. Ist dieser ein von dem Bieter unabhängiges Finanzdienstleistungsunternehmen, kann er auch die von dem Bieter der Angebotsunterlage ggf. beizufügende sog. Finanzierungsbestätigung abgeben (vgl. § 13 Abs. 1 Satz 2 i.V.m. § 11 Abs. 2 Satz 3 Ziff. 4 WpÜG).

#### e) Informationspflichten

In öffentlichen Angebotsverfahren unterliegt der Bieter diversen Informationspflichten. Dazu gehört zunächst die Verpflichtung zur unverzüglichen Veröffentlichung seiner **Entscheidung zur Abgabe eines Angebots** (§ 10 Abs. 1 und 3 WpÜG) sowie die entsprechende Unterrichtung des Vorstands der Zielgesellschaft (§ 10 Abs. 5 WpÜG). Nach § 23 WpÜG muss der Bieter während und auch noch nach der Annahmefrist Veröffentlichungen über Erwerbsgeschäfte, aktuelle Stimmrechtsanteile und den Umfang zugegangener Annahmeerklärungen veröffentlichen (sog. **Wasserstandsmeldungen**). Die bußgeldbewehrte (vgl. § 60 Abs. 1 Nr. 1b WpÜG) Erfüllung dieser Pflichten fällt in die Verantwortung der Geschäftsführung des Bieters.

**f) Angebotsunterlage**

- 30 Nach § 12 Abs. 1 WpÜG haftet u.a. der Bieter als **Unterzeichner der Angebotsunterlage** (§ 11 Abs. 1 Satz 5 WpÜG) für deren Richtigkeit und Vollständigkeit. Daneben haften diejenigen, von denen der Erlass der Angebotsunterlage ausgeht (§ 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG). Allein auf Grund ihrer Organstellung haften Mitglieder der Geschäftsführung des Bieters Dritten gegenüber jedoch nicht für den Inhalt der Angebotsunterlage.<sup>1</sup> Anderes kann jedoch gelten, wenn diese ein **eigenes wirtschaftliches Interesse** an der Transaktion haben, etwa weil sie (aktuell oder prospektiv) Anteilseigner des Bieters oder der Zielgesellschaft sind.<sup>2</sup>
- 31 Neben den Regelungen zu Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung sind die **Bedingungen**, unter die das Angebot gestellt wird (§ 18 Abs. 1 WpÜG), für den Bieter von großer Bedeutung. Zwingend aufzunehmen sind regulatorische Bedingungen zur Berücksichtigung etwaiger Vollzugsverbote (s. oben Rz. 16). Etwaige Annahmen, die der Bieter seinem Angebot zu Grunde gelegt hat, können durch geeignete (nach § 18 Abs. 1 WpÜG objektiv zu fassende) Bedingungen abgesichert werden. Dazu können etwa die Festlegung einer Mindestannahmeschwelle (§ 21 Abs. 1 Nr. 3 WpÜG) sowie Bedingungen, die den Bieter gegen Verwässerungseffekte schützen, gehören. Auch Bedingungen, die den Bieter vor wesentlichen Veränderungen bei der Zielgesellschaft schützen, sind möglich, wenn auch die Verwaltungspraxis der BaFin an sog. **Material Adverse Change**-Bedingungen besondere Anforderungen stellt.<sup>3</sup>

**2. Zielgesellschaft**

- 32 Die Pflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei Übernahmeverfahren werden im Wesentlichen durch den allgemeinen Grundsatz der **Gleichbehandlung** der Aktionäre (§ 3 Abs. 1 WpÜG), der Verpflichtung, ausschließlich im **Interesse der Zielgesellschaft** zu handeln (§ 3 Abs. 3 WpÜG) sowie das sog. **Verhinderungsverbot** (§ 33 WpÜG) geprägt.

**a) Verhinderungsverbot**

- 33 Nach § 33 Abs. 1 WpÜG darf der Vorstand der Zielgesellschaft nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots keine Handlungen vornehmen, durch die der **Erfolg** des Angebots **verhindert** werden könnte (§ 33 Abs. 1 WpÜG). Dies gilt auch nach Veröffentlichung eines erfolgten Kontrollerwerbs nach § 35 Abs. 1 WpÜG, wenn der Kontrollerwerber zu-

<sup>1</sup> *Fuchs* in *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts, § 22 Rz. 47.

<sup>2</sup> *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 406 ff.; *Assmann* in *Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider*, § 12 WpÜG Rz. 39.

<sup>3</sup> Vgl. *Krause* in *Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider*, § 18 WpÜG Rz. 88 ff.; *Berger/Filgut*, WM 2005, 253 ff.; *Hasselbach/Wirtz*, BB 2005, 842 ff.

gleich die Abgabe eines sog. **Pflichtangebots** angekündigt hat.<sup>1</sup> Allerdings unterliegt das sog. Verhinderungsverbot einer Reihe von **Ausnahmen**, vgl. § 33 Abs. 1 Satz 2 WpÜG. Insbesondere bleiben die Suche nach einem konkurrierenden Bieter, Maßnahmen, die auch unabhängig von dem Angebot durchgeführt worden wären sowie Handlungen, denen der Aufsichtsrat zugestimmt hat, zulässig. Wesentlich enger ist der Handlungsspielraum von Vorstand und Aufsichtsrat hingegen, wenn die Satzung der Zielgesellschaft das **europäische Verhinderungsverbot** für anwendbar erklärt hat (§ 33a WpÜG). Die Verletzung des Verhinderungsverbots stellt eine Ordnungswidrigkeit dar (§ 33 Abs. 1 Nr. 8 WpÜG) und kann zum Innenregress führen.<sup>2</sup>

Vor Bekanntgabe eines bevorstehenden Übernahme- oder Pflichtangebots werden Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft in ihrem Handlungsspielraum durch § 33 WpÜG nicht beschränkt.<sup>3</sup> **Präventive Abwehrmaßnahmen** einer Zielgesellschaft sind deshalb nicht von vornherein unzulässig.<sup>4</sup> Bei der Entscheidung über die Herbeiführung bzw. Implementierung präventiver Abwehrmaßnahmen haben Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft vielmehr ein breites Ermessen. Nach der in § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG festgeschriebenen sog. *Business Judgment Rule* handelt ein Vorstandsmitglied nicht pflichtwidrig, wenn es bei Implementierung einer potentielle Übernehmer „abschreckenden“ Maßnahme vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln.<sup>5</sup> Abwehrmaßnahmen müssen also im Unternehmensinteresse liegen und dürfen nicht gegen das Schädigungsverbot verstoßen.<sup>6</sup> Zulässig bleiben daher Maßnahmen, die aus Sicht eines möglichen Übernehmers zwar abschreckenden Charakter haben, die jedoch nicht primär durch Abwehrinteressen, sondern durch normale unternehmerische Motive geprägt sind. Maßnahmen, die mit Blick auf das Unternehmensinteresse „neutral“ sind, sind gerechtfertigt, sofern der Vorstand bei der Planung und Umsetzung dieser Maßnahmen von dem Interesse einer auf Kontinuität und Nachhaltigkeit ausgerichteten Unternehmensentwicklung geleitet wird. Maßnahmen hingegen, die mit Nachteilen für die Gesellschaft verbunden sind, bedürfen einer besonders eingehenden Rechtfertigung und dürften nur ausnahmsweise zulässig sein. Die bloße abstrakte Befürchtung, dass unerwünschte Anleger Einfluss auf die Gesellschaft erlangen könnten, um bestimmte kurzfristige Ziele herbeizuführen, wird hierfür in aller Regel nicht ausreichen. In diesem Zusammenhang ist zu beachten,

1 Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider, § 39 WpÜG Rz. 48; von Bülow in KölnKomm. WpÜG, § 39 Rz. 37; Baums/Hecker in Baums/Thoma, § 39 WpÜG Rz. 41.

2 Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider, § 33 WpÜG Rz. 309.

3 Hirte in KölnKomm. WpÜG, § 33 Rz. 37; Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider, § 33 WpÜG Rz. 275.

4 Grunewald in Baums/Thoma, § 33 WpÜG Rz. 89.

5 Paefgen, AG 2004, 245; Roth, BB 2004, 1066; Ulmer, DB 2004, 853; Ihrig, WM 2004, 2098.

6 Schlitt in MünchKomm. AktG, § 33 WpÜG Rz. 79 und 256; Krause, AG 2002, 133, 135 ff.

dass bestimmte Abwehrmechanismen als Teil des Lageberichts **offenlegungspflichtig** sind, vgl. § 289 Abs. 4 bzw. § 315 Abs. 4 HGB.

#### b) Informationspflichten

- 35 Der Vorstand der Zielgesellschaft hat den zuständigen Betriebsrat unverzüglich von einem angekündigten öffentlichen Angebot zu unterrichten (§ 10 Abs. 5 WpÜG) und diesem die Angebotsunterlage zu übermitteln (§ 14 Abs. 4 WpÜG). Ferner haben Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft eine **begründete Stellungnahme** zu dem Angebot und jeder Angebotsänderung abzugeben (§ 27 WpÜG). Neben dem gesetzlich vorgeschriebenen Inhalt der Stellungnahme (vgl. § 27 Ziff. 1 bis 4 WpÜG) ist es üblich geworden, dass Vorstand und Aufsichtsrat in ihren Stellungnahmen nach § 27 WpÜG auch Aussagen zu dem Wert des Angebots für die Aktionäre der Zielgesellschaft treffen und ggf. eine Empfehlung zur Annahme bzw. Nichtannahme des Angebots aussprechen. Dazu empfiehlt sich die vorherige Einholung einer **Fairness Opinion** durch einen unabhängigen Finanzberater.<sup>1</sup>
- 36 Verletzt der Vorstand bei Abgabe der Stellungnahme seine Sorgfaltspflichten, steht der Zielgesellschaft grundsätzlich ein Schadensersatzanspruch nach § 93 Abs. 2 AktG zu. Allerdings wird der Gesellschaft im Regelfall durch die Pflichtverletzung kein Schaden entstehen.<sup>2</sup> Ein gesetzlicher Haftungstatbestand, der die Geltendmachung von **Schadensersatzansprüchen** durch Aktionäre der Zielgesellschaft auf Grund einer unrichtigen oder unvollständigen Stellungnahme normiert, besteht nicht. Eine entsprechende Anwendung des § 12 WpÜG scheidet aus. Auch die Grundsätze der Prospekthaftung finden keine Anwendung.<sup>3</sup>

#### c) Interessenkonflikte

- 37 Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft können in Übernahmeverfahren vielfältigen Interessenkonflikten ausgesetzt sein. Sie müssen stets den Unternehmensinteressen den Vorrang gegenüber eigenen Interessen einräumen.<sup>4</sup> Zudem ist es dem Bieter ausdrücklich verboten, Organmitgliedern **ungerechtfertigte Vorteile** zu gewähren oder in Aussicht zu stellen (vgl. § 33d WpÜG). Insbesondere im Falle einer Ansprache der Zielgesellschaft durch sog. **Private-Equity-Investoren** müssen die Organmitglieder schon im Vorfeld eines Angebots besonders sorgfältig auf die sachgerechte Auflösung etwaiger Interessenkonflikte achten. Dabei geht es nicht nur um die Pflicht zur Wahrung von Betriebs- und Geschäftsgeheimnissen (§ 93 Abs. 1 Satz 3 AktG), sondern etwa auch um ein mögliches Interesse der Zielgesell-

<sup>1</sup> Vgl. dazu *Schiessl*, ZGR 2003, 814 ff.

<sup>2</sup> *Fuchs* in *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts, § 22 Rz. 101.

<sup>3</sup> *Fuchs* in *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts, § 22 Rz. 101.

<sup>4</sup> BGH v. 21.12.1979 – II ZR 244/78, NJW 1980, 1629, 1639 = AG 1980, 111; *Möllers*, ZIP 2006, 1615.

schaft an einem Bieterwettbewerb oder dem Zusammenschluss mit einem strategischen Investor. Die Vereinbarung einer **Rückbeteiligung** bzw. sonstiger Incentivierungsprogramme nach einem erfolgreichen Angebot bedarf im Hinblick auf § 33d WpÜG besonders sorgfältiger Prüfung. Eine Treupflichtverletzung kann zu einer Abberufung des Organmitglieds und zu Schadensersatzpflichten führen.

## V. Wahrung der aktienrechtlichen Kompetenzordnung

Das Aktiengesetz enthält kein Sonderrecht für M&A-Transaktionen. Das Vorstandsverhalten ist insoweit an den allgemeinen Sorgfaltspflichten der §§ 76, 93 AktG und spezifischen Regelungen des Aktiengesetzes, z.B. hinsichtlich der Ausgabe neuer Aktien<sup>1</sup> oder der Vorbereitung und Durchführung von strukturändernden Maßnahmen,<sup>2</sup> zu messen. Dabei kommt vor allem der Wahrung der aktienrechtlichen Kompetenzordnung besondere Bedeutung zu.

### 1. Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats

Nach § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG müssen die Satzung oder der Aufsichtsrat bestimmen, dass bestimmte Arten von Geschäften nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats vorgenommen werden dürfen. Typischerweise zählen sowohl die Veräußerung als auch der Erwerb von Unternehmen oder Beteiligungen an Unternehmen zum **Katalog der zustimmungsbedürftigen Geschäfte**. Signifikante M&A-Transaktionen wird der Vorstand in der Regel nicht ohne die Einbindung des Aufsichtsrats durchführen dürfen. Die Frage, ob die Transaktion dem Aufsichtsrat vorzulegen ist, ist keine unternehmerische Entscheidung und unterfällt daher nicht der Business Judgment Rule.<sup>3</sup> Missachtet der Vorstand die Aufsichtsratszuständigkeit, so handelt er pflichtwidrig.<sup>4</sup> Zweifelsfragen bei der Auslegung von unbestimmten Rechtsbegriffen im Zustimmungskatalog, wie z.B. „Wesentlichkeit“ oder „außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsgangs“ gehen zu Lasten des Vorstands, so dass der Vorstand sich im Zweifel eher für die **Einbeziehung des Aufsichtsrats** entscheiden sollte.

Für die Auflösung des bei Transaktionen mit börsennotierten Aktiengesellschaften oftmals bestehenden Spannungsverhältnisses zwischen Aufsichtsratszustimmung und **Wahrung der Vertraulichkeit** gibt es keine „Standardlösung“. Im Grundsatz ist der Aufsichtsrat vollumfänglich und innerhalb der in Satzung oder Geschäftsordnung enthaltenen Fristen zu informieren. Dies

1 Z.B. § 186 AktG zum Bezugsrechtsausschluss oder § 255 AktG zur Angemessenheit des Ausgabebetrags.

2 Z.B. §§ 293 ff. AktG zum Abschluss von Unternehmensverträgen.

3 Begr. RegE UMAG, BT-Drucks. 15/5092, S. 11.

4 Dazu *Fonk*, ZGR 2006, 841, 871; *Ihrig*, WM 2004, 2098, 2103. Für eine ausdrückliche Festschreibung der Legalitätspflicht im Gesetzestext *Fleischer* in *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts, § 7 Rz. 10; *Paefgen*, AG 2004, 245, 252; *Thümmel*, DB 2004, 471, 472.



führt in der Praxis, insbesondere bei Großtransaktionen börsennotierter Gesellschaften, zu Geheimhaltungsrisiken. Daher wird unter pragmatischen Aspekten oft auf eine Kombination aus Involvierung des **Aufsichtsratsvorsitzenden**, ggf. Vorbesprechung im Aufsichtsratspräsidium – unter Einbeziehung des Spitzenrepräsentanten der Arbeitnehmerseite – und Tischvorlage im Aufsichtsratsplenium zurückgegriffen. Dieses Vorgehen scheint vertretbar, wenn sichergestellt ist, dass in der relevanten Sitzung des Aufsichtsratsplenums hinreichend **Gelegenheit zur Information** (u.U. auch die Fachabteilungen der Gesellschaft oder externe Berater), Aussprache und Abwägung zur Verfügung steht. Eine weitere Alternative besteht im Abschluss des Unternehmenskaufvertrags (und der Bekanntmachung der Transaktion) unter dem Vorbehalt der noch einzuholenden Aufsichtsratszustimmung. In diesem Fall kann regelmäßig bis zur Einholung der Zustimmung des Aufsichtsrats eine evtl. erforderliche Ad-hoc Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 3 WpHG aufgeschoben werden.<sup>1</sup> Der Abschluss einer M&A-Transaktion ohne die erforderliche Zustimmung des Aufsichtsrats hat für die handelnde Personen unter Umständen erhebliche **Haftungsfolgen** (vgl. unten Rz. 42).

## 2. Mitwirkungsrechte der Hauptversammlung

- 41 Das Aktiengesetz sieht – ebenso wie das Umwandlungsgesetz – für eine Vielzahl von Maßnahmen die **Mitwirkung der Hauptversammlung** vor. Im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen sind insbesondere folgende hauptversammlungspflichtige Maßnahmen relevant:

Hauptversammlungspflichtige Maßnahme	Anwendungsbereich
Beschlüsse nach den Grundsätzen der Holz Müller- bzw. Gelatine Entscheidungen des BGH <sup>2</sup>	Transaktionen, die auf Grund ihrer qualitativen und quantitativen Bedeutung einer Satzungsänderung nahe kommen.
Änderung des Unternehmensgegenstands	Transaktionen, deren Vollzug zu einer Über- oder Unterschreitung des in der Satzung festgelegten Unternehmensgegenstands führen würden
Beschlüsse nach § 179a AktG	Transaktionen, in denen das gesamte Gesellschaftsvermögen veräußert wird
Kapitalerhöhung nach §§ 182 ff. AktG	Aufnahme von Kapital zur Finanzierung einer Transaktion „Bezahlung“ von Unternehmenserwerben mit Aktien

<sup>1</sup> Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Stand: 15.7.2005), S. 54.

<sup>2</sup> Vgl. BGH v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, NJW 1982, 1703 = AG 1982, 158 – Holz Müller; BGH v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, ZIP 2004, 993 = AG 2004, 384 – Gelatine; vgl. aber BGH v. 20.11.2006 – II ZR 226/05, NZG 2007, 234 zu Veräußerungsfällen.

Hauptversammlungs-pflichtige Maßnahme	Anwendungsbereich
Verschmelzung nach §§ 2 ff. UmwG	Rechtlicher Zusammenschluss von Unternehmen
Ausgliederung nach § 123 Abs. 3 UmwG	Zur Vorbereitung von Veräußerungen (sog. „Carve-out“)
Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nach §§ 291 ff. AktG	Zur Integration des Zielunternehmens nach Vollzug der Transaktion
Squeeze-out nach §§ 327a ff. AktG, Delisting	Zur Vorbereitung der Integration des Zielunternehmens nach Vollzug der Transaktion Kostensparnis durch Wegfall der Börsennotierung

Die Einholung einer etwa erforderlichen Hauptversammlungs-zustimmung ist angesichts der immer unübersichtlicher werdenden kritischen Aktionärs- und Hauptversammlungsszene in Deutschland ein aufwendiges, mühseliges und für die Beteiligten bisweilen nervenaufreibendes Projekt.<sup>1</sup> Wegen des mit der Einholung von Hauptversammlungsbeschlüssen verbundenen Risikos von **Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen**, muss die Vorbereitung einer Hauptversammlung – d.h. Einberufung, Berichterstattung, Auslage von Unterlagen und „Regieführung“ in der Hauptversammlung – mit großer Sorgfalt betrieben werden. Eine erfolgreiche Inanspruchnahme von Organen wegen fehlerhafter Hauptversammlungs-vorbereitung hat es jedoch, soweit ersichtlich, noch nicht gegeben. Risiken resultieren eher aus der pflichtwidrigen Umgehung erforderlicher Zustimmungen (s. unten Rz. 42).

### 3. Folgen einer Kompetenzüberschreitung

Der Vorstand hat die aktienrechtliche Kompetenzordnung zwingend zu wahren. Dies stellt § 82 Abs. 2 AktG explizit klar. Kompetenzüberschreitungen stellen stets einen Verstoß gegen § 93 Abs. 1 AktG dar, z.B. dann, wenn der Vorstand ohne Rücksichtnahme auf Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats ein Unternehmen veräußert, durch eine Veräußerung den satzungsmäßigen Unternehmensgegenstand ohne entsprechenden Änderungsbeschluss der Hauptversammlung über- oder unterschreitet oder sich eigenmächtig über **Mitwirkungsbefugnisse der Hauptversammlung** hinwegsetzt.<sup>2</sup> Eine Privilegierung durch die Business Judgment Rule greift in diesen Fällen nicht ein, auch wenn das Rechtsgeschäft als solches eine unternehmerische Entscheidung darstellt.

<sup>1</sup> Hirschberger/Weiler, DB 2004, 1137; Michalski, NZG 2001, 577; Schunder/Weber, NZG 2004, 489; Jahn, BB 2005, 5; Butzke, ZIP 2005, 1164.

<sup>2</sup> Fleischer in Fleischer, Handbuch des Vorstandsrechts, § 7 Rz. 10 ff. und § 11 Rz. 65; Paefgen, Unternehmerische Entscheidungen und Rechtsbindung der Organe in der AG, 2002, S. 19.

- 43 Ferner – und dies ist für das praktische Haftungsrisiko des Vorstands von großer Bedeutung – entfällt bei einer Kompetenzüberschreitung die im Rahmen der haftungsausfüllenden Kausalität oftmals relevante Verteidigungslinie des „**rechtmäßigen Alternativverhaltens**“. Der Vorstand kann sich bei einem Überschreiten seiner Befugnisse also nicht mit dem Argument entlasten, dass der Schaden auch bei pflichtgemäßem Handeln eingetreten wäre (etwa, weil Aufsichtsrat oder Hauptversammlung mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit ohnehin zugestimmt hätten).<sup>1</sup> Diese einschneidende Konsequenz ergibt sich folgerichtig dann auch in jenen Fällen, in denen der Vorstand eine Transaktion auf der Grundlage eines Hauptversammlungsbeschlusses vollzogen hat, dieser sich im Nachhinein jedoch – auf Grund einer Anfechtungs- oder Nichtigkeitsklage – als unwirksam oder rechtswidrig herausstellt. Daher geht der Vorstand beim Vollzug von nicht bestandskräftigen Hauptversammlungsbeschlüssen ein **gesteigertes Haftungsrisiko** ein<sup>2</sup>, was die Bedeutung einer sorgfältigen Vorbereitung von hauptversammlungspflichtigen Maßnahmen unterstreicht.

## VI. Mitteilungspflichten

- 44 Erwerb und Übertragung einer Beteiligung an einer Gesellschaft können sowohl für den Erwerber als auch für den Veräußerer Mitteilungspflichten auslösen.

### 1. Börsennotierte Unternehmen

#### a) §§ 21 f. WpHG

- 45 Bei börsennotierten Gesellschaften sind die Mitteilungspflichten nach §§ 21 f. WpHG zu beachten. Nach § 21 Abs. 1 WpHG ist der BaFin und der Gesellschaft schriftlich mitzuteilen, wenn der **Stimmrechtsanteil** des Mitteilungspflichtigen 3 %, 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % oder 75 % erreicht, überschreitet oder unterschreitet. Die Mitteilung hat unverzüglich, spätestens innerhalb von vier Handelstagen zu erfolgen, vgl. § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG. Maßgeblich ist nicht der Zeitpunkt des obligatorischen Geschäfts, sondern der Zeitpunkt des dinglichen Erwerbs der Aktien. Tatbestände im Vorfeld von M&A-Transaktionen, die auf die Stimmverhältnisse bei der Zielgesellschaft (noch) ohne Einfluss bleiben, sind für die Mitteilungspflicht nach § 21 WpHG regelmäßig ohne Bedeutung. Dies gilt insbesondere für Derivatgeschäfte, die sich auf Aktien der Zielgesellschaft beziehen, jedoch ausschließlich auf Barausgleich gerichtet sind.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> *Fleischer* in *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts, § 11 Rz. 65; *Hopt* in *Großkomm. AktG*, § 93 Rz. 267.

<sup>2</sup> In diesen Fällen wird sich der Vorstand regelmäßig durch eine externe „Opinion“ absichern, die die Rechtmäßigkeit des gefassten Beschlusses bestätigt.

<sup>3</sup> *von Bülow* in *KölnKomm. WpHG*, § 22 Rz. 87.

Um auch **mittelbare Stimmrechtsherrschaft** und sonstiges Beeinflussungspotential sowie Umgehungssachverhalte zu erfassen, sind für die Höhe des relevanten Stimmrechtsanteils nicht nur die von dem Meldepflichtigen selbst gehaltenen Stimmrechte relevant. Stimmrechte aus Aktien, auf deren Ausübung der Meldepflichtige tatsächlich oder wahrscheinlich Einfluss nehmen kann, werden zugerechnet, vgl. § 22 WpHG. Bei **Konzernsachverhalten** kann daher der Erwerb bzw. die Übertragung von Aktien durch ein Tochterunternehmen Meldepflichten auf jeder Ebene bis hin zur Konzernspitze auslösen, und zwar auch dann, wenn ein Tochterunternehmen ohne Wissen der Konzernspitze Stimmrechte erwirbt bzw. veräußert. Auch bloß konzerninterne Restrukturierungen können Mitteilungspflichten auslösen. 46

Die Verletzung einer Mitteilungspflicht nach § 21 Abs. 1 bzw. 1a WpHG stellt nicht nur eine Ordnungswidrigkeit dar, vgl. § 39 Abs. 2 Ziff. 2e WpHG. Sie wird in außergewöhnlich scharfer Form auch zivilrechtlich sanktioniert: Nach § 28 WpHG tritt ein **Rechtsverlust** im Hinblick auf Aktien ein, die einem Meldepflichtigen gehören oder aus denen ihm Stimmrechte nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 (Tochterunternehmen) oder Nr. 2 (Handeln für Rechnung) WpHG zugerechnet werden. Wurde die Mitteilung nicht vorsätzlich unterlassen und nachgeholt, gilt dies allerdings insbesondere nicht für Dividendenansprüche, vgl. § 28 Satz 2 WpHG. Die Schärfe der angeordneten Rechtsfolge erfordert ein besonders hohes Maß an Sorgfalt des Managements, die Erfüllung der Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 WpHG sicherzustellen. Potentiell meldepflichtige Mutterunternehmen treffen deshalb mittelbar aus § 21 Abs. 1 WpHG bestimmte **Organisationspflichten**, um die Erfüllung von Meldepflichten auf Grund zugerechneter Stimmrechtsanteile ordnungsgemäß erfüllen zu können.<sup>1</sup> Dabei können auch außerhalb des relativ engen Anwendungsbereichs des § 24 WpHG Mitteilungspflichten innerhalb des Konzerns durch eine Konzerngesellschaft auf Grund Vollmacht für andere Konzerngesellschaften erfüllt werden. 47

Hat eine börsennotierte Gesellschaft eine Mitteilung nach § 21 Abs. 1 WpHG erhalten, hat sie diese unverzüglich, spätestens drei Handelstage nach Zugang der Mitteilung, zu **veröffentlichen** (§ 26 Abs. 1 WpHG). Nach § 27 WpHG kann die Gesellschaft einen Nachweis für das Bestehen des Stimmrechtsanteils verlangen. 48

#### b) Directors' Dealings

Führungspersonen börsennotierter Emittenten sind verpflichtet, Geschäfte in Finanzinstrumenten des Emittenten unverzüglich zu melden (§ 15a WpHG). Dies gilt auch für Personen, die mit **Führungspersonen** in einer engen Beziehung stehen. Soweit es sich dabei nicht um natürliche Personen (z.B. Ehegatte) handelt, ist die Mitteilungspflicht jedoch eingeschränkt auszulegen.<sup>2</sup> Sie 49

<sup>1</sup> von Bülow in KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 39; Uwe H. Schneider in Assmann/Uwe H. Schneider, § 21 WpHG Rz. 92 f.

<sup>2</sup> Uwe H. Schneider in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 48 ff.

besteht nur dann, wenn die Führungsperson bzw. die natürliche Person, die zur Führungsperson in einer **engen Beziehung** steht, durch das Geschäft des betreffenden Unternehmens wirtschaftlich profitieren kann und damit die Gefahr besteht, dass Mitteilungspflichten umgangen werden. Entscheidend ist, dass sich die betreffende Person durch das Geschäft persönlich einen **nennenswerten wirtschaftlichen Vorteil** sichern kann. Die wörtliche Auslegung der entsprechenden Vorschriften des § 15a WpHG würde zu einer unverhältnismäßigen Ausweitung der Mitteilungspflichten führen und damit den Zweck der Vorschrift verfehlen.<sup>1</sup>

## 2. Nicht börsennotierte Unternehmen

- 50 Bei nicht börsennotierten Gesellschaften sind die Mitteilungspflichten nach §§ 20 f. AktG zu beachten. Wird ein Geschäftsanteil an einer GmbH übertragen, gilt gegenüber der Gesellschaft nur derjenige als Erwerber, dessen Erwerb unter Nachweis des Übergangs des Geschäftsanteils bei der Gesellschaft angemeldet wurde (§ 16 Abs. 1 GmbHG). Weitere Mitteilungspflichten über erworbene bzw. veräußerte Beteiligungen können sich aus der Satzung des betreffenden Unternehmens sowie nach ausländischem Recht ergeben.

## C. Allgemeine Managerpflichten bei M&A-Transaktionen

- 51 Neben den vorstehend unter B. (Rz. 4 ff.) erörterten Verhaltenspflichten, die überwiegend auf spezifischen gesetzlichen Pflichten beruhen, gibt es weitere, aus eher allgemeinen Grundsätzen abgeleitete Regeln, die das Management bei M&A-Transaktionen zu beachten hat.

### I. Handeln zum Wohl der Gesellschaft auf Grund angemessener Information

- 52 Wie eingangs bereits festgestellt, handelt es sich bei der Entscheidung, ob und zu welchen Konditionen ein Unternehmen erworben wird, um eine **unternehmerische Entscheidung**, die grundsätzlich in den Kernbereich der *Business Judgment Rule* fällt. Das Haftungsprivileg des § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG setzt ferner voraus, dass der Vorstand annehmen darf, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohl der Gesellschaft zu handeln.
- 53 Das Handeln zum Wohl der Gesellschaft erfordert eine Ausrichtung an der nachhaltigen Ertragsstärkung und Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens.<sup>2</sup> Dies gilt uneingeschränkt auch für M&A-Transaktionen. Allein der Wunsch

<sup>1</sup> Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Stand: 15.7.2005), S. 71 ff.

<sup>2</sup> Begr. RegE UMAG, BT-Drucks. 15/5092, S. 11; *Fleischer* in *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts, § 7 Rz. 56.

nach Größe reicht z.B. zur Rechtfertigung von Zukäufen nicht aus. Hinzu kommen muss stets eine **qualitative Komponente**, wie z.B. die Verbesserung der Wettbewerbsposition oder zusätzliches Ertragspotential. Jedenfalls aus der ex ante Perspektive muss der Vorstand in der Lage sein, den Unternehmenskauf durch solche qualitativen Aspekte zu rechtfertigen.

Bedeutsam für die Vermeidung von Organhaftung bei M&A-Transaktionen ist das Handeln ohne **Sonderinteressen** und sachfremde Einflüsse.<sup>1</sup> Erweist sich ein Unternehmenskauf im Nachhinein als nachteilig und stellt sich heraus, dass der Erwerb durch unternehmensfremde Interessen motiviert war (z.B. Erwerb eines „Sorgenkinds“ von Vorstandsmitglied), ist das Organhandeln nicht mehr durch die Business Judgment Rule gedeckt und eine persönliche Haftung kommt grundsätzlich in Betracht.

Das in der Praxis wichtigste „Enthaltungskriterium“ für Organhandeln im Rahmen von M&A-Transaktionen ist indes das Handeln auf der **Grundlage angemessener Information**.<sup>2</sup> Abgesehen von der zentralen Frage der Due-Diligence-Prüfung (hierzu unten Rz. 56) geht es hierbei vor allem um die sorgfältige Erhebung und Aufbereitung der relevanten Entscheidungsgrundlagen für die Transaktion. Hierbei stehen neben den Informationen über die Zielgesellschaft selbst (Rentabilität, Risiken, Finanzierung) insbesondere Marktanalysen, Bewertungsfragen, das rechtliche und regulatorische Umfeld sowie die sorgfältige Ermittlung potentieller Kauf- oder Verkaufsinteressenten im Vordergrund. Den Vorstand trifft in diesem Zusammenhang neben der Informations- auch eine **Organisationspflicht**, d.h. er muss durch den Einsatz interner oder externer Ressourcen sicherstellen, dass die relevanten Informationen beschafft werden (z.B. Strategieabteilung, M&A-Abteilung, Rechtsabteilung, Steuerabteilung). Die Praxis zeigt, dass größere M&A-Transaktionen mittlerweile ganz überwiegend von Investmentbanken und externen Rechtsberatern begleitet werden, die nicht nur Beratungs- und „Absicherungsfunktion“ (z.B. Fairness Opinions, Legal Opinions) haben, sondern oftmals auch Informationen beschaffen und Erfahrungen aus vergleichbaren Transaktionen zur Verfügung stellen können, die für eine Kauf- oder Verkaufsentscheidung und deren Umsetzung von Bedeutung sind.

## II. Due Diligence

Die Durchführung einer sog. Due Diligence-Prüfung der Zielgesellschaft vor Vertragsschluss durch den Erwerbsinteressenten ist inzwischen **Marktstandard** geworden.<sup>3</sup> Aber auch verkäuferseitig ist eine genaue Kenntnis der Verhält-

<sup>1</sup> Begr. RegE UMAG, BT-Drucks. 15/5092, S. 11; *Fleischer* in *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts, § 7 Rz. 56.

<sup>2</sup> BGH v. 4.11.2002 – II ZR 224/00, NJW 2003, 358 = AG 2003, 381; OLG Oldenburg v. 22.6.2006 – 1 U 34/03, DB 2006, 2511 = GmbHR 2006, 1263; *Fleischer* in *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts, § 7 Rz. 58.

<sup>3</sup> Vgl. OLG Oldenburg v. 22.6.2006 – 1 U 34/03, DB 2006, 2511 = GmbHR 2006, 1263; *Hemeling*, ZHR 169 (2005), 274, 280; *Kiethe*, NZG 1999, 976, 981.

nisse bei der Zielgesellschaft vor Beginn der Verhandlungen von größter Wichtigkeit. Nur so können etwaige Probleme, die ein Erwerber wirtschaftlich bei dem Veräußerer wird belassen wollen, rechtzeitig adressiert werden. Denn der Veräußerer wird niemals in eine Situation kommen wollen, in der der potentielle Erwerber ggf. kurz vor Vertragsschluss unter Verweis auf ein von ihm in der Due Diligence identifiziertes Problem kurzfristig weit gehende **Risikübernahmen** durch den Verkäufer oder gar eine **Kaufpreisadjustierung** verlangt.

- 57 Grenzen für eine Due Diligence Prüfung durch den Erwerbsinteressenten ergeben sich insbesondere aus dem **Geheimhaltungsinteresse** der Zielgesellschaft. Dies kann durch Geschäftsgeheimnisse im engeren Sinne, wie z.B. technische Verfahren, Kundenlisten, Forschungsergebnisse oder sonstiges Know-how, als auch durch Informationen, die einem besonderen gesetzlichen Schutz unterliegen (z.B. personenbezogene Daten von Arbeitnehmern, vgl. §§ 3 Abs. 1 sowie 28 BDSG) begründet sein. Die Offenlegung von Informationen kann auch durch Vertraulichkeitsvereinbarungen der Zielgesellschaft mit Dritten erschwert werden. In jedem Fall müssen das Management der Zielgesellschaft und die Gesellschafter stets zwischen dem Interesse an der Zulassung einer Due Diligence zur Förderung des Transaktionsprozesses und dem Geheimhaltungsinteresse der Gesellschaft sachgerecht abwägen und bestimmte **Verfahrensvorkehrungen** treffen. Hierzu werden in der Regel folgende Maßnahmen gehören:<sup>1</sup>
- Abschluss einer angemessenen Vertraulichkeitsvereinbarung vor Beginn der Due Diligence-Prüfung,
  - Einrichtung eines Datenraums mit festen Regeln über Zugang und Auswertung der Unterlagen,
  - Erfassung aller offen gelegten Informationen, auch Management Präsentationen etc.,
  - Begrenzung des Zugangs zu sensiblen Informationen auf einen bestimmten Personenkreis,
  - gestuftes Verfahren, in dem sensiblere Informationen erst in einem fortgeschrittenen Stadium der Vertragsverhandlungen offen gelegt werden,
  - die Weitergabe bestimmter Informationen nur in anonymisierter oder aggregierter Form (z.B. personenbezogene Daten von Arbeitnehmern),
  - Auswertung sensibler Informationen nur in Form eines verkürzten Due Diligence Reports durch einen zur Verschwiegenheit verpflichteten Berater des Interessenten.
- 58 Auch bei **börsennotierten Gesellschaften** ist die Zulässigkeit von Due Diligence-Prüfungen mittlerweile allgemein anerkannt.<sup>2</sup> Zweifelsfragen bestehen

<sup>1</sup> Vgl. etwa Müller, NJW 2000, 3452, 3454; Fleischer, ZIP 2002, 651, 652; Hemeling, ZHR 169 (2005), 274, 281 ff.

<sup>2</sup> Vgl. etwa Fleischer, ZIP 2002, 651; Hemeling, ZHR 169 (2005), 274, 278 ff.; a.A. jedoch Lutter, ZIP 1997, 613, 617.

lediglich hinsichtlich des zulässigen Umfangs und des dabei einzuhaltenden Verfahrens. Nach zutreffender Auffassung fällt es in die Geschäftsleitungskompetenz des Vorstands der Zielgesellschaft, darüber zu entscheiden.<sup>1</sup> Aufsichtsrat oder gar Hauptversammlung müssen nicht involviert werden.<sup>2</sup> Jedoch scheint es nahe liegend und ratsam, dass der Vorstand den Aufsichtsratsvorsitzenden in den Entscheidungsprozess einbezieht und unterrichtet. Der Vorstand hat bei seiner Entscheidung über die Gestattung einer Due Diligence-Prüfung regelmäßig einen **weiten Ermessensspielraum**.<sup>3</sup> Bei seiner Entscheidung hat der Vorstand das Interesse der Gesellschaft an einer Übernahme durch den Erwerbsinteressenten gegenüber ihren Geheimhaltungsinteressen abzuwägen. Dabei lässt sich aus der in § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG geregelten Schweigepflicht der Vorstandsmitglieder keine generelle Vermutung des Vorrangs des Geheimhaltungsinteresses der Gesellschaft gegenüber dem Interesse am Zustandekommen einer Transaktion ableiten.<sup>4</sup> Vielmehr ist das Interesse der Gesellschaft an der Wahrung von Geschäfts- und Betriebsgeheimnissen nur einer – wenn auch ein wichtiger – der er in dem Abwägungsprozess zu berücksichtigenden Gesichtspunkte.<sup>5</sup> Das Ermessen des Vorstands kann sich auch ausnahmsweise auf Null reduzieren und damit zu einer verpflichtenden Ablehnung (etwa wenn ein Scheitern der vom Erwerber angestrebten Transaktion aus kartellrechtlichen Gründen evident ist) oder Gestattung (bspw. bei einer Sanierungssituation) der Due Diligence führen.<sup>6</sup>

Hat sich der Vorstand ermessensfehlerfrei entschlossen, einem Übernahmemeinteressenten bestimmte Informationen zugänglich zu machen, erfolgt die Offenlegung weder „unbefugt“ im Sinne des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG noch unter Verletzung der in § 303 AktG strafbewehrten Geheimhaltungspflicht der Vorstandsmitglieder.<sup>7</sup> Der Vorstand sollte jedoch durch eine sog. **Standstill-Vereinbarung** zu verhindern versuchen, dass eine Transaktion auf der Basis von Informationen, die die Gesellschaft zur Verfügung gestellt hat, ohne seine Unterstützung durchgeführt wird. Aus Käuferperspektive kann die Durchführung einer Due Diligence-Prüfung bei einer börsennotierten Gesellschaft allerdings u.U. zu einem Erwerbsverbot führen (s. oben Rz. 10).

1 Roschmann/Frey, AG 1996, 449, 454; Fleischer, ZIP 2002, 651; Linker/Zinger, NZG 2002, 497 f.

2 Fleischer, ZIP 2002, 651; Hemeling, ZHR 169 (2005), 274, 282. A.A. Krämer in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 9 Rz. 20.

3 Müller, NJW 2000, 3452, 3453 f.; Hemeling, ZHR 169 (2005), 274, 279.

4 A.A. Lutter, ZIP 1997, 613, 617.

5 Banerjea, ZIP 2003, 1730; Fleischer, ZIP 2002, 651, 652; Hemeling, ZHR 169 (2005), 274, 279.

6 Hemeling, ZHR 169 (2005), 274, 280; Rittmeister, NZG 2004, 1032, 1035 f.

7 Fleischer, ZIP 2002, 651, 652; Linker/Zinger, NZG 2002, 497, 500.



### III. Transaktionsstrukturierung

- 60 Während die Auswahlentscheidung und die Kaufpreisbemessung in Bezug auf das „Target“ als unternehmerische Entscheidung in den Anwendungsbereich der Business Judgment Rule fällt, trifft dies nicht bzw. nur eingeschränkt für die Transaktionsstrukturierung zu. Hier geht es nicht um Prognosen oder Wertungsspielräume, sondern um eine sorgfältige **Analyse von Optimierungsmöglichkeiten** bei der geplanten Transaktion. Insbesondere für grenzüberschreitende Unternehmenszusammenschlüsse bestehen heute mehr Gestaltungsmöglichkeiten denn je.<sup>1</sup>
- 61 Im Vordergrund stehen hierbei vor allem Fragen der Transaktionssicherheit und -geschwindigkeit und der steuerlichen Effizienz. Zur Vermeidung von Haftungsrisiken wegen Verletzung der allgemeinen Sorgfaltspflicht sollten Vorstand bzw. Geschäftsführung u.a. folgende beispielhaft aufgeführte Gestaltungsfragen prüfen:

Gestaltungsfrage	Anmerkung
Möglichkeit eines Auktionsverfahrens	Erzeugt kompetitives Umfeld bei einer Veräußerung und führt zur Ermittlung der besten Konditionen.
Sicherstellung der Abzugsfähigkeit von Finanzierungsaufwendungen	Allokation der Fremdverbindlichkeiten des Targets bzw. des Erwerbsvehikels auf der „richtigen“ Ebene und in der „richtigen“ Rechtsordnung, insbesondere Berücksichtigung steuerlicher Rahmenbedingungen.
Schaffung von Step-up-Volumen	Ausgestaltung von Teilbereichen einer Transaktion als asset deal, um dem Erwerber einen step-up zu ermöglichen.
Erhalt und Nutzung von Verlustvorträgen	Übertragung von Zwischenholdings statt der eigentlichen Zielgesellschaft. Ggf. „loss-refreshing“ Techniken (unter Beachtung der sog. Mindestbesteuerung), um Verlustvorträge in künftigen Aufwand umzuwandeln.
Grunderwerbsteuer-Optimierung	Ausgestaltung der Transaktionsstruktur z.B. mit mehreren Erwerbsvehikeln, ggf. auch Ausgliederung des Grundvermögens in separate Personengesellschaften.
Steuerliche Optimierung des Veräußerungsgewinns	Veräußerungsstruktur, die möglichst geringe Steuerlast bei dem Verkäufer auslöst.

<sup>1</sup> Dazu im Überblick *Hirte/Bücker* (Hrsg.), *Grenzüberschreitende Gesellschaften*, 2. Aufl. 2006, S. 116 ff.

Gestaltungsfrage	Anmerkung
Absicherung der Steuerfolgen einer Transaktion	Bei komplexeren Steuerstrukturen ist die Einholung einer verbindlichen Auskunft des zuständigen Finanzamts empfehlenswert.
Vermeidung von eintragungspflichtigen Hauptversammlungsbeschlüssen sowie Minimierung von Anfechtungsrisiken	Zur Vermeidung von Verzögerungsrisiken, also z.B. (i) Übernahmeangebot nach WpÜG statt Verschmelzung nach Umwandlungsgesetz, (ii) Ausgabe von Aktien aus genehmigtem Kapital/eigene Aktien statt Direktbeschlusses der Hauptversammlung und (iii) Verschmelzung der beteiligten Rechtsträger auf eine NewCo zur Vermeidung von Anfechtungsklagen wegen Bewertungsfragen
Vermeidung von Wirksamkeitsrisiken	Vermeidung einer Vermögensübertragung nach § 179a AktG
Vermeidung eines Pflichtangebots nach § 35 WpÜG	Erwerb von Minderheitsbeteiligungen, gfls. auf mehreren Zwischenstufen
Vermeidung von finanziellen Risiken im Rahmen der Integration im Hinblick auf Abfindungspflicht nach IDW-S1 statt Börsenkurs	Festsetzung einer Mindestannahmeschwelle im Übernahmeangebot
Vermeidung von gesetzlichen Haftungssituationen, z.B. nach Umwandlungsgesetz	Vermeidung einer Ausgliederung nach Umwandlungsgesetz wegen 5-jähriger Nachhaftungsfrist durch Einzelübertragung
Vermeidung von Transaktionskosten	Beurkundungskosten, Hauptversammlungskosten
Planung des Exits	Struktur, die aus gesellschaftsrechtlicher und steuerlicher Sicht eine mögliche spätere Veräußerung des Unternehmens berücksichtigt

**Strukturierungsfehler** können zu einem Vermögensschaden der Gesellschaft (z.B. Steuerbelastung, Vernichtung von Verlustvorträgen) oder zu einem Schaden wegen Verzögerung oder gar Scheitern der angestrebten Transaktion führen (z.B. Verschmelzung wird nicht eingetragen, Synergien können nicht realisiert werden). Bei sorgfaltswidrigem Verhalten der Organe können Haftungsrisiken entstehen, die sich durch angemessene Planung und Organisation vermeiden lassen.

#### IV. Abbruch von Vertragsverhandlungen

Mit Aufnahme der Verhandlungen über eine M&A-Transaktion entsteht zwischen den Verhandlungspartnern ein besonderes **vorvertragliches Pflichtenverhältnis** (§ 311 Abs. 2 BGB). Dieses erstreckt sich insbesondere auf die Erfül-

lung bestimmter Aufklärungs-, Offenbarungs- und Informationspflichten (§ 241 Abs. 2 BGB). Haftungsrisiken für das Management können sich aber auch aus dem Scheitern von Vertragsverhandlungen ergeben. Durfte eine Verhandlungspartei schutzwürdig darauf vertrauen, dass es letztlich zum Vertragsschluss kommt und bricht in diesem Fall der Verhandlungspartner die Verhandlungen ohne triftigen Grund ab, kann die die Verhandlungen abbrechende Partei dem Verhandlungspartner zum Ersatz des diesem entstandenen Schadens verpflichtet sein.<sup>1</sup> Regelmäßig ist es empfehlenswert, dass die Verhandlungspartner einen entsprechenden **Haftungsausschluss** durch vertragliche Vereinbarungen (etwa als Teil eines Letter of Intent oder einer Vertraulichkeitsvereinbarung) vorab vereinbaren.

## V. Vertragsgestaltung

- 64 Der Erwerb bzw. der Verkauf der Beteiligung an einem **börsennotierten Unternehmen** erfolgt oftmals auf der Grundlage eines eher kurz gehaltenen Vertrags. Der Verkäufer wird nur in seltenen Fällen bereit sein, Gewährleistungen abzugeben und transaktionsbegleitende Verpflichtungen einzugehen. Im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots, verpflichtet sich der Verkäufer oftmals sogar lediglich dazu, das Angebot für die von ihm gehaltenen Aktien anzunehmen. Aus Sicht des Käufers hingegen ist der Abschluss eines ausführlicheren Paketkaufvertrags vorzugswürdig. Durch einen detaillierten Vertrag können mittels Gewährleistungen und Haftungsfreistellungen bestimmte Risiken abgeschichtet werden. Ferner können Regelungen zu einem Wechsel in den Organen sowie ggf. ein Wettbewerbsverbot vereinbart werden. Die Praxis ist hier uneinheitlich. Besondere Kaufpreisgestaltungen führen bei anschließenden Übernahme- bzw. Pflichtangeboten zu Bewertungsschwierigkeiten.
- 65 Anders ist die Situation bei M&A-Transaktionen, die sich auf **nichtbörsennotierte Unternehmen** beziehen. Hier basiert der Kaufpreis auf einem bestimmten Bewertungsmodell. Welche Methode dabei zur Bestimmung des Unternehmenswerts gewählt wird, hängt maßgeblich von der Käuferperspektive ab. Regelmäßig wird die sog. „Discounted Cash Flow-Methode“ aus Käufersicht der zutreffende Ansatz zur Bestimmung des Unternehmenswertes sein.<sup>2</sup> Die für die **Kaufpreisfindung** maßgebenden Faktoren und Annahmen sind in der Vertragsdokumentation abzusichern. Das maßgebliche Kaufpreisfindungsmodell muss sich an unterschiedlichen Stellen im Kaufvertrag widerspiegeln, etwa bei der Kaufpreisformel (einschließlich Kaufpreisanpassung) sowie bei sonstigen Risikoallokationen, wie etwa im Katalog der Verkäufergarantien und der Haftungsfreistellungsverpflichtungen. Die Kaufpreisklausel

1 BGH v. 29.3.1996 – V ZR 332/94, DStR 1996, 931; *Geyrhalter/Zirngibl/Strehle*, DStR 2006, 1559 ff.

2 Dazu etwa von *Braunschweig*, DB 2002, 1815 ff.; *Bruski*, Special zu BB 2005 Heft 30, 21 ff.

bildet eine wichtige Schnittstelle zwischen dem Finanzberater des Käufers bzw. Verkäufers sowie dessen Wirtschaftsprüfer und den beratenden Anwälten. Die Verletzung von Sorgfaltspflichten nicht nur bei der Auswahl, sondern auch bei der **Koordination der Berater** birgt erhebliches Haftungspotential.

Aus Verkäufersicht verdient das vertragliche **Haftungsregime** besonderes Augenmerk. Haftungsrisiken des Verkäufers sind sowohl betragsmäßig wie auch zeitlich angemessen zu beschränken. Verkäuferseitig muss daher darauf hingewirkt werden, dass Garantie- bzw. Freistellungsansprüche erst geltend gemacht werden können, wenn und soweit diese einen bestimmten Mindestbetrag überschreiten (Freigrenze und Freibetrag). Ferner hat der Verkäufer darauf zu achten, dass seine **Gesamthaftung** nach dem Vertrag bzw. der von ihm abgegebenen Garantien einen bestimmten Höchstbetrag nicht überschreitet und dass jede weitere Haftung vertraglich ausgeschlossen ist. **Haftungsausschlüsse** oder -begrenzungen gehen im Falle vorsätzlichen Verhaltens allerdings regelmäßig ins Leere. Auch schon bedingt vorsätzliches Verhalten kann daher schwerwiegende Folgen für einen Verkäufer haben. Insbesondere Gewährleistungen, die ohne hinreichende Überprüfung auf deren Richtigkeit „ins Blaue hinein“ abgegeben werden, werden nach ständiger Rechtsprechung bedingt vorsätzlich falsch abgegeben.<sup>1</sup> Hier trifft das Management des Verkäufers besondere Sorgfaltspflichten. Die Organmitglieder haben deshalb für die zeitgerechte Beschaffung der erforderlichen Informationen und für die sorgfältige Überprüfung der Richtigkeit vertraglicher Garantien zu sorgen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass es in diesem Zusammenhang nicht nur auf das aktuelle **Wissen** der gesetzlichen Vertreter des Verkäufers ankommt. Auch „typischerweise aktenmäßig festgehaltenes Wissen“ wird dem Verkäufer zugerechnet.<sup>2</sup> Die Geschäftsführung des Verkäufers trifft daher die Pflicht zur (ggf. sogar konzernweiten) Organisation eines Kommunikationsflusses, damit alle relevanten Umstände bekannt sind. Zur effektiven Haftungsbegrenzung können insbesondere bei Konzernsachverhalten auch **Freistellungsverpflichtungen** erforderlich sein. Aus Verkäufersicht ist ferner darauf zu achten, dass angemessene Regelungen für die Verjährung von Gewährleistungsansprüchen vereinbart werden.

Eine auch in Deutschland zunehmend an Bedeutung gewinnende Methode zur Abschichtung von Risiken aus Gewährleistungs- und Haftungsfreistellungskatalogen bei M&A-Transaktionen, ist der Abschluss einer **Gewährleistungsversicherung** (sog. „Warranty and Indemnity Insurance“).<sup>3</sup> Sie bietet sich vor allem dann an, wenn der Verkäufer aus strukturellen oder finanziellen Gründen nicht, oder nicht für einen längeren Zeitraum, „im Risiko stehen“ will oder wenn aus Sicht des Käufers die Bonität des Verkäufers vor dem Hinter-

1 BGH v. 8.5.1980 – IV ZR 1/80, NJW 1980, 2460; BGH v. 18.3.1981 – VII ZR 44/80, NJW 1981, 1441; BGH v. 26.9.1997 – V ZR 29/96, NJW 1998, 302.

2 BGH v. 2.2.1996 – V ZR 239/94, NJW 1996, 1339. Vgl. dazu auch zuletzt *Rasner*, WM 2006, 1425, 1428 f.

3 Vgl. den Überblick bei *Hasselbach/Reichel*, ZIP 2005, 377 ff.

grund des Zeithorizonts möglicher Gewährleistungs- oder Haftungsfreistellungsansprüche nicht ausreicht.

## VI. Haftungsrisiken und Pflichten nach Vertragsvollzug

### 1. Integrationsmaßnahmen

- 68 Der Erwerb eines Unternehmens zielt in aller Regel auf dessen Integration in den Konzernverbund des Erwerbers. Der Erwerber ist insbesondere an der Realisierung von Synergien (z.B. Zusammenlegung von Vertrieb und Stabsabteilungen, Schließung oder Verlagerung von Produktionsstätten, Zentralisierung von Forschung und Entwicklung) und an einer **finanziellen Eingliederung** (Zugriff auf Liquidität, Cash-Pooling, Organschaft) interessiert. Unproblematisch möglich sind derlei Maßnahmen nach einer Verschmelzung oder dem Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags.<sup>1</sup> Erheblich schwieriger gestaltet sich der Zugriff im sog. **faktischen Konzern**, d.h. in einer Situation, in der der Erwerber einen herrschenden Einfluss auf die Zielgesellschaft ausschließlich über seine gesellschaftsrechtliche Beteiligung – letztlich also über das Stimmrecht aus den Gesellschaftsanteilen – ausübt.<sup>2</sup> Insbesondere im Aktienrecht unterliegt der Erwerber dem in der Praxis oft mit Zweifelsfragen einhergehenden Haftungssystem der §§ 311 ff. AktG, das u.a. folgende Schutzvorkehrungen zu Gunsten der abhängigen Gesellschaft und ihrer außenstehenden Aktionäre vorsieht:
- Ausgleichspflicht des herrschenden Unternehmens für veranlasste nachteilige Maßnahmen gem. § 311 AktG,
  - Erstellung eines Abhängigkeitsberichts durch den Vorstand der abhängigen Gesellschaft gem. § 312 AktG, Prüfung des Berichts durch den Abschlussprüfer (§ 313 AktG) und den Aufsichtsrat (§ 314 AktG).
- 69 Abgesehen von diesen Primärpflichten im faktischen Konzern ist der Vorstand eines herrschenden Unternehmens nach § 317 Abs. 1 AktG auch persönlich sowohl der Gesellschaft, als auch unter besonderen Umständen den Aktionären zum Schadensersatz verpflichtet, wenn das herrschende Unternehmen seiner Verpflichtung nach § 311 AktG nicht nachkommt. Nach § 318 AktG haften die Mitglieder des Vorstands der abhängigen Gesellschaft auf Schadensersatz, wenn sie es pflichtwidrig versäumt haben, ein nachteiliges Rechtsgeschäft oder eine nachteilige Maßnahme in den **Abhängigkeitsbereich** nach § 312 AktG aufzunehmen (§ 318 Abs. 1 AktG).
- 70 Handelt es sich bei der erworbenen Gesellschaft um eine GmbH, so lassen die konzernrechtlichen Regelungen mehr Spielraum für Einflussnahme. Haf-

<sup>1</sup> Hierzu: *Kropff* in Semler/Volhard, *Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen*, 2001, (Band 1) § 28 Rz. 37.

<sup>2</sup> *Kropff* in Semler/Volhard, *Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen*, 2001, (Band 1) § 28 Rz. 43 ff.

tungsrelevante Grenzen, die es zu beachten gilt, sind hier vor allem die Verletzung der **Kapitalerhaltensregeln** nach §§ 30, 31 GmbHG und die Grundsätze des existenzgefährdenden/**existenzvernichtenden Eingriffs**.<sup>1</sup>

## 2. Vertragsmonitoring

Auf Seiten des erwerbenden Unternehmens ist nach Vollzug der M&A-Transaktion für ein angemessenes Vertragsmonitoring zu sorgen. Die bei der Zielgesellschaft vorgefundenen Verhältnisse sind unverzüglich mit dem Gewährleistungs- und Haftungsfreistellungskatalog abzugleichen. Nur so wird sichergestellt, dass ggf. Ansprüche gegen den Verkäufer aus dem Kaufvertrag innerhalb der vertraglichen **Fristen** und im Einklang mit den ggf. vereinbarten **Verfahrensregeln** geltend gemacht werden können. Aus Verkäufersicht ist die (oftmals konzernweit erforderliche) Einhaltung **nachvertraglicher Verpflichtungen**, wie etwa eines Wettbewerbs- oder Abwerbungsverbots, sicherzustellen.

<sup>1</sup> Zu den §§ 30, 31 GmbHG s. zuletzt BGH v. 24.11.2003 – II ZR 171/01, NJW 2004, 1111 = GmbHR 2004, 302; zum existenzgefährdenden/existenzvernichtenden Eingriff s. BGH v. 17.9.2001 – II ZR 178/99, NJW 2001, 3622 = GmbHR 2001, 1036 – Bremer Vulkan; BGH v. 25.2.2002 – II ZR 196/00, NJW 2002, 1803 = GmbHR 2002, 549; BGH v. 24.6.2002 – II ZR 300/00, NJW 2002, 3024 – KBV; BGH v. 13.12.2004 – II ZR 206/02, NZG 2005, 177 = GmbHR 2005, 225; BGH v. 13.12.2004 – II ZR 256/02, NZG 2005, 214 = GmbHR 2005, 299.