

## Ausgewählte Rechtsfragen bei der Übernahme börsennotierter Aktiengesellschaften durch Private-Equity-Investoren

### *I. Einleitung*

In letzter Zeit wird wiederholt die mögliche Übernahme börsennotierter Unternehmen (auch großer DAX-30-Unternehmen) durch Private-Equity-Investoren diskutiert. Einzelne praktische Versuche waren bislang weniger erfolgreich. Überwiegend wird die Auffassung vertreten, dass solche Übernahmen, selbst wenn sie aus Sicht des Vorstandes der Zielgesellschaft als freundlich beurteilt werden, im derzeitigen rechtlichen Umfeld wenig erfolgversprechend seien.

Dieser Beitrag gibt einen Überblick über ausgewählte Rechtsfragen im Zusammenhang mit solchen Übernahmen:

1. Fragen im Zusammenhang mit einer Due Diligence des Kaufinteressenten (s. unten II., III.)
2. Vereinbarungen mit Großaktionären (s. unten IV.)
3. Finanzierungsunterstützung des Erwerbers durch die Zielgesellschaft (s. unten V.)
4. Abgabe eines Übernahmeangebots (ohne Diskussion möglicher Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaft, s. unten VI.)
5. Nachfolgende Taking-Private-Optionen für den Private-Equity-Investor (s. unten VII.)

### *II. Informationsanspruch des veräußerungswilligen Großaktionärs*

Beabsichtigt ein Private-Equity-Investor die Übernahme einer börsennotierten Aktiengesellschaft, hat er selbst keinen originären Anspruch auf Freigabe der für die Due Diligence erforderlichen Informationen gegen die Gesellschaft.<sup>1</sup> Deshalb stellt sich die Frage, ob zumindest ein verkaufswilliger Gesellschafter (z. B. Paketinhaber) einen unmittelbaren Informationsanspruch gegen die Gesellschaft hat und welchen Beschränkungen diese Informationsrechte oder die Weiterleitung von erlangten Informationen an den potentiellen Erwerber gegebenenfalls unterliegen.

---

<sup>1</sup> *Stoffels*, ZHR 2001, 362 (369); *Ziegler*, DStR 2000, 249 (252).

### 1. Unmittelbarer Informationsanspruch

Einem Aktionär steht grundsätzlich nur das allgemeine Auskunftsrecht nach § 131 Abs. 1 AktG zu. Dieses gilt ausschließlich in der Hauptversammlung und ist auf Angelegenheiten beschränkt, die zur sachgemäßen Beurteilung der Tagesordnungspunkte erforderlich sind.<sup>2</sup> Zugleich erstreckt es sich nicht auf solche Informationen, die geeignet sind, der Gesellschaft einen nicht unerheblichen Nachteil zuzufügen. In den in § 131 Abs. 3 AktG abschließend aufgezählten Fällen greift das Verweigerungsrecht des Vorstandes. Außerhalb der Hauptversammlung bestehen weder Auskunfts- noch Einsichtsrechte der Aktionäre.<sup>3</sup> Lediglich eine Mindermeinung in der Literatur will dem veräußerungswilligen Aktionär immer dann einen ungeschriebenen Informationsanspruch gegen die Gesellschaft auch außerhalb der Hauptversammlung zugestehen, wenn ein „berechtigtes Informationsbedürfnis“ bestehe.<sup>4</sup>

Gegen einen Anspruch des Aktionärs auf Gestattung einer Due Diligence könnte sprechen, dass ein Verkauf auch ohne Due Diligence durchaus möglich bleibt, ggf. gegen einen Risikoabschlag beim Kaufpreis.<sup>5</sup> Von einer „faktischen Vinkulierung“ kann daher eher nicht die Rede sein. Die gegenteilige Mindermeinung trägt zudem dem Umstand nicht ausreichend Rechnung, dass es sich i. d. R. um geheimhaltungsbedürftige Informationen handelt, deren Vertraulichkeit durch das aktienrechtliche Auskunftsverweigerungsrecht (§ 131 Abs. 3 AktG) und durch die Geheimhaltungspflicht in § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG besonders geschützt wird.<sup>6</sup> Damit ist ein grundsätzlicher ungeschriebener Auskunftsanspruch nicht vereinbar.

Umstritten ist weiterhin, ob ausnahmsweise ein genereller Informationsanspruch im Vertragskonzern zu bejahen ist. Bei einem Beherrschungsvertrag umfasst das Weisungsrecht gegenüber der abhängigen Zielgesellschaft nach § 308 Abs. 1 AktG nämlich im Grundsatz auch die Informationsbeschaffung.<sup>7</sup> Nach einer Ansicht liegt eine Weisung im Rahmen einer Due Diligence außerhalb des Bereichs der einheitlichen Leitung von konzernverbundenen Unternehmen. Vielmehr seien hier nur die Eigentümer- und Vermögensinteressen des verkaufswilligen Aktionärs betroffen und die Weisung sei gerade auf die Beendigung der Konzernverbindung gerichtet.<sup>8</sup> Dagegen wird angeführt, dass auch die geplante Beendigung der Konzernverbindung noch im Zusammenhang mit der beherrschenden Stellung stehe und das Konzernverhältnis unmittelbar betreffe. Die Anforderung der Informationen stünde daher noch im Zusammenhang mit einer

<sup>2</sup> Hüffer, Aktiengesetz, 7. Aufl. 2006, § 131 Rn. 1.

<sup>3</sup> BGH v. 16.4. 1993 – V ZR 87/92, BGHZ 122, 211 (236); Hüffer, Aktiengesetz (Fn. 2), § 131 Rn. 42; Ziegler, DStR 2000, 249 (252); Borsch, DB 2005, 2175 (2176).

<sup>4</sup> Krömker, NZG 2003, 418 (419).

<sup>5</sup> Hemeling, ZHR 2005, 275 (286).

<sup>6</sup> Hemeling, ZHR 2005, 275 (286); Borsch, DB 2005, 2175 (2176).

<sup>7</sup> Hemeling, ZHR 2005, 275 (287).

<sup>8</sup> Lutter, ZIP 1997, 613 (616f.); Ziemons, AG 1999, 492 (496f.); Stoffels, ZHR 2001, 362 (371); im Grundsatz auch: Hemeling, ZHR 2005, 275 (287).

einheitlichen Leitung.<sup>9</sup> Diese Auffassung ist u. E. überzeugender. Diese mögliche Erleichterung wird ein Private-Equity-Investor zwar vor Übernahme/Erwerb nicht in Anspruch nehmen können, ggf. aber z. B. im Rahmen eines Verkaufsprozesses.

Im Ergebnis ist daher festzustellen, dass es keinen umfassenden Informationsanspruch des Großaktionärs außerhalb der Hauptversammlung anlässlich einer beabsichtigten Veräußerung gibt, vorbehaltlich Besonderheiten bei der Konzentrierung. Die vom Großaktionär gewünschte Verkäufer- und/oder Käufer-Due Diligence ist damit nur möglich, wenn der Vorstand diese ausdrücklich zulässt (siehe nachfolgend III.).

## 2. Restriktionen bei der Informationsweitergabe durch den Großaktionär

Hat der veräußerungswillige Großaktionär Kenntnis von Unternehmensinterna erhalten, stellt sich die Frage, ob bei deren Weiterleitung an den interessierten Private-Equity-Investor Restriktionen bestehen. Ein Gesellschafter unterliegt der Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft und seinen Mitgesellschaftern. Dadurch könnte er rechtlich gehindert sein, dem Kaufinteressenten Auskünfte zu erteilen. Dies kann besonders relevant werden, wenn der Aktionär den potentiellen Erwerber informiert, obwohl Minderheitsaktionäre gegen die Durchführung einer Due Diligence opponieren.<sup>10</sup>

Ein rechtswidriger und ggf. zu Schadensersatzansprüchen<sup>11</sup> führender Treuepflichtverstoß kann dann vorliegen, wenn auf die Interessen der Gesellschaft und der Mitgesellschafter nicht hinreichend Rücksicht genommen wird.<sup>12</sup> Einerseits kann eine Veräußerung auch im objektiven Gesellschaftsinteresse liegen. Es gilt dort der Grundsatz: Je mehr sich die Erwerbsabsicht verdichtet hat, desto detaillierter und vertraulicher können die zugänglich gemachten Informationen sein.<sup>13</sup> Andererseits hat die Gesellschaft ein berechtigtes Interesse am Schutz ihrer Geheimnisse und am ungestörten Fortgang des Tagesgeschäfts. Auch ist im Falle des Bekanntwerdens sensibler Informationen eine nachteilige Beeinträchtigung der Interessen der Mitgesellschafter durchaus wahrscheinlich.<sup>14</sup> Entscheidend ist demnach die Frage nach der Rechtswidrigkeit einer solchen Treuepflichtverletzung. Diese ist im Rahmen einer einzelfallbezogenen Interessenabwägung positiv festzustellen. Hierbei ist das Interesse des Aktionärs an der Informationsweitergabe zwecks Veräußerung der Beteiligung gegen das Interesse der Gesellschaft und der übrigen Aktionäre an der Geheimhaltung abzuwägen.<sup>15</sup>

Letztlich kann es u. E. keinen grundsätzlichen Bedenken begegnen, dass der Großaktionär nach entsprechender Abwägung solche Informationen offenbart,

---

<sup>9</sup> Semler, in: Hölters, Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 6. Aufl. 2005, S. 676.

<sup>10</sup> Ziegler, DStR 2000, 249 (254).

<sup>11</sup> Vgl. BGH v. 20. 3. 1995 – II ZR 205/94, BGHZ 129, 136 (158).

<sup>12</sup> BGH v. 1. 2. 1988 – II ZR 75/87, BGHZ 103, 184 (194f.).

<sup>13</sup> Körber, NZG 2002, 263 (270); Hemeling, ZHR 2005, 275 (281).

<sup>14</sup> Ziegler, DStR 2000, 249 (254).

<sup>15</sup> Ziegler, DStR 2000, 249 (254).

die ihm der Vorstand rechtmäßig erteilt hat, wenn eine ernsthafte Verkaufsabsicht besteht und mit dem Erwerbsinteressenten ein strenger Vertraulichkeitsvertrag vereinbart wird (zu den Maßstäben bei der Entscheidung durch den Vorstand und zum praktischen Vorgehen siehe nachfolgend III.).

### 3. *Recht auf informatorische Gleichbehandlung nach § 131 Abs. 4 AktG?*

Angesichts der Regelung des § 131 Abs. 4 AktG ist zu klären, ob die übrigen Gesellschafter identische Informationsansprüche haben. Die Norm gewährt zwar den übrigen Aktionären grundsätzlich das Recht auf all jene Informationen, die einem Aktionär außerhalb der Hauptversammlung mitgeteilt worden sind. Sie ist aber Ausfluss des allgemeinen Gleichbehandlungsgebots aus § 53 a AktG.<sup>16</sup> Eine Gleichbehandlung aller Aktionäre hinsichtlich des Informationsrechts erfolgt deshalb nur „unter gleichen Voraussetzungen“. Betreibt nur der Großaktionär die Veräußerung, sind jedoch ungleiche Voraussetzungen gegeben, wenn und soweit es den übrigen Aktionären an der Veräußerungsabsicht und damit am Informationsbedürfnis fehlt.<sup>17</sup>

Soweit ein Großaktionär Informationen erhält und eine Verkäufer- oder Käufer-Due-Diligence vom Vorstand zugelassen wird, besteht daher kein Anspruch der anderen Aktionäre der AG auf informatorische Gleichbehandlung nach § 131 Abs. 4 AktG.

## III. *Verhalten des Vorstandes der AG bezüglich Verkäufer- und Käufer-Due-Diligence*

### 1. *Die aktienrechtliche Geheimhaltungspflicht*

#### a) *Verhältnis von Geheimhaltungs- und Unternehmensinteresse*

Von der eingeschränkten Auskunftspflicht des Vorstandes zu unterscheiden ist die Frage nach seiner Auskunftsbefugnis. Der Vorstand ist grundsätzlich zum Stillschweigen über vertrauliche Informationen und Unternehmensgeheimnisse verpflichtet (§§ 93 Abs. 1 Satz 3, 404 AktG). Unternehmensgeheimnisse sind alle Tatsachen, die nicht offenkundig, d. h. nur einem begrenzten Personenkreis, zugänglich sind und nach dem Gesellschaftsinteresse der AG auch nicht offenkundig werden sollen.<sup>18</sup> Die Geheimhaltungspflicht kann auch nicht durch einen Hauptversammlungsbeschluss oder die Satzung gemildert werden.<sup>19</sup> Isoliert betrachtet wäre es dem Vorstand dadurch untersagt, nicht öffentliche Informationen

<sup>16</sup> Hüffer, Aktiengesetz (Fn. 2), § 53 a Rn. 12.

<sup>17</sup> Mertens, AG 1997, 541 (547); Ziegler, DStR 2000, 249 (254); Körber, NZG 2002, 263 (265 f.); Ziemons, AG 1999, 492 (496); Müller, NJW 2000, 3452 (3453); Hemeling, ZHR 2005, 275 (288).

<sup>18</sup> BGH v. 5. 6. 1975 – II ZR 156/73, BGHZ 64, 325 (329); Mertens, in: Zöllner, Kölner Kommentar zum AktG, 1996, § 116 Rn. 43; Hüffer, Aktiengesetz (Fn. 2), § 93 Rn. 7; Müller, NJW 2000, 3452 (3453).

<sup>19</sup> Mertens, in: Zöllner, AktG (Fn. 18), § 93 Rn. 4; Schroeder, DB 1997, 2161.

herauszugeben. Allerdings könnte die Herausgabe von Informationen durch das Unternehmensinteresse gerechtfertigt sein.

Hierzu werden unterschiedliche Ansichten vertreten. Umstritten ist insbesondere, ob der Vorstand durch eine freie Abwägung zwischen der Geheimhaltungspflicht und dem Gesellschaftsinteresse über die Weitergabe von Informationen entscheiden kann oder ob dies auf Ausnahmesituationen beschränkt bleibt. *Lutter* hält die Informationsweitergabe im Rahmen einer Due Diligence grundsätzlich für unzulässig.<sup>20</sup> Nur ausnahmsweise sei sie zu gestatten, wenn dies zur Existenzsicherung der Gesellschaft oder zur Wahrnehmung einer unwiederbringlichen, einmaligen unternehmerischen Chance erforderlich sei. *Ziemons* beschränkt den Inhalt des Unternehmensinteresses auf das Interesse an der Rentabilität und dem Fortbestand des Unternehmens und hält eine Offenlegung von Geheimnissen demnach nur für gerechtfertigt, wenn hiervon die Zuführung neuen Kapitals abhängig ist oder die Gesellschaft alleine nicht mehr am Markt bestehen könnte.<sup>21</sup>

Nach *überwiegender Auffassung* ist ein solcher Vorrang des Geheimhaltungsinteresses indes abzulehnen und eine grundsätzlich offene Abwägung zwischen Geheimhaltungsinteresse und sonstigen Unternehmensinteressen vorzunehmen.<sup>22</sup> Hierfür spricht nicht nur die praktische Erwägung, dass ein Erwerber andernfalls stets die „Katze im Sack“ kaufen müsste.<sup>23</sup> Vor allem verkennen die erstgenannten Ansichten, dass die Verschwiegenheitspflicht aus § 93 Abs. 1 Satz 3 AktG nicht über das Gesellschaftsinteresse hinaus bestehen kann.<sup>24</sup> Sie ist nicht Selbstzweck, sondern besteht als Ausdruck der organschaftlichen Treuepflicht ihrerseits nur im Unternehmensinteresse. Zudem legt die Rechtsprechung dem Erwerber – bei der Aktiengesellschaft als spezielle Ausformung der Verpflichtung des Vorstandes zur sorgfältigen Vorbereitung seiner Übernahmeentscheidung, § 93 Abs. 1 Satz 1 AktG z. B. – grundsätzlich die Pflicht zur Durchführung einer Due Diligence auf; entsprechend kann umgekehrt die Zulassung der Due Diligence durch den Vorstand der Zielgesellschaft nicht prinzipiell unzulässig sein.<sup>25</sup> Die Verschwiegenheitspflicht besteht somit nicht schrankenlos, sondern findet ihre Grenze im Unternehmensinteresse.<sup>26</sup>

Der Vorstand entscheidet in eigener Verantwortung (§ 76 Abs. 1 AktG) und nach pflichtgemäßem Ermessen über die Informationserteilung außerhalb der Hauptversammlung. Er hat nach ganz h. M. zwischen Vor- und Nachteilen der

<sup>20</sup> *Lutter*, ZIP 1997, 613 (617).

<sup>21</sup> *Ziemons*, AG 1999, 492 (493).

<sup>22</sup> *Körber*, NZG 2002, 263 (269); *Ziegler*, DStR 2000, 249 (252f.); *Stoffels*, ZHR 2001, 362 (375); *Meincke*, WM 1998, 749 (751); *Roschmann/Frey*, AG 1996, 449 (452); *Peters*, in: *Birk/Pöhlath/Saenger*, Forum Unternehmenskauf 2004, 93 (111).

<sup>23</sup> *Peters*, Forum Unternehmenskauf (Fn. 22), 93 (111).

<sup>24</sup> *Hopt*, in: *GroßKommAktG*, 4. Aufl. 1999, § 93 Rn. 187; *Rittmeister*, NZG 2004, 1032 (1033); *Stoffels*, ZHR 2001, 362 (372).

<sup>25</sup> *LG Hannover*, AG 1977, 198 (200); *Tigges*, FB 2005, 95 (99); *Stoffels*, ZHR 2001, 362 (368); *Rittmeister*, NZG 2004, 1032 (1034); *Peters*, Forum Unternehmenskauf (Fn. 22), 93 (111).

<sup>26</sup> *BGH* v. 5. 6. 1975 – II ZR 156/73, BGHZ 64, 325 (331f.); *Hemeling*, ZHR 2005, 275 (279); *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (652); *Hüffer*, Aktiengesetz (Fn. 2), § 93 Rn. 8; *Banerjea*, ZIP 2003, 1730.

Informationspreisgabe sorgfältig abzuwägen.<sup>27</sup> Als Leitlinie bietet sich die Business Judgement Rule an (§ 93 Abs. 1 Satz 2 AktG).<sup>28</sup> Nachteile für eine AG können etwa in der Preisgabe von Know-how oder in der Weitergabe von vertraulichen Informationen, die Dritte betreffen, liegen. Allerdings ist dieses Risiko deutlich geringer, wenn nicht direkte Mitbewerber, sondern Private-Equity-Investoren als Kaufinteressenten auftreten. Der Vorteil einer Informationsweitergabe entspricht dem Interesse der AG an ihrer Veräußerung.<sup>29</sup> Ein Aktionärswechsel kann nämlich im Hinblick auf eine Zuführung von Eigenkapital durch den neuen Gesellschafter vorteilhaft sein, und es können u. U. Synergieeffekte durch Einbindung in einen größeren Unternehmensverbund realisiert werden.<sup>30</sup> Zum Beispiel können die Einkaufskonditionen der Zielgesellschaft optimiert sowie neue Märkte und Know-how erschlossen werden.<sup>31</sup> Dabei ist dem Vorstand bei der Beurteilung, ob eine Maßnahme im Interesse der Gesellschaft ist, eine Einschätzungsprärogative zuzugestehen.<sup>32</sup>

Für besonders sensible Unternehmensdaten kommt ggf. ein gestuftes Vorgehen in Betracht, wonach solche Informationen erst am Ende eines Due-Diligence-Prozesses oder in einem gesonderten Verfahren unmittelbar vor Vertragsabschluss offenbart werden.

#### b) Abwägungsverfahren

Eine ordnungsgemäße Abwägung setzt die Ernsthaftigkeit der Erwerbsabsichten voraus. Diese sollte durch einen Letter of Intent (LoI) oder ein Memorandum of Understanding (MoU) manifestiert worden sein.<sup>33</sup> Üblicherweise wird auch hier die grundsätzliche Vereinbarung zur Durchführung einer Due Diligence getroffen. Des Weiteren muss sich der Kaufinteressent in einer Vertraulichkeitserklärung verpflichten, die zur Verfügung gestellten Informationen ausschließlich zu den vereinbarten Zwecken zu nutzen, sie nicht an Dritte weiterzugeben und die Daten im Falle des Scheiterns der Verhandlungen zurückzugeben, bzw. zu löschen (sog. Vertraulichkeitsvereinbarungen, Non-Disclosure Agreements, NDAs).<sup>34</sup> Zwar besteht auch ohne derartige Vertraulichkeitsvereinbarungen eine Verpflichtung zur vertraulichen Behandlung von Informationen (§§ 311 Abs. 2, 241 Abs. 2 BGB bzw. § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG). Allerdings ist die Reichweite im Einzelfall schwierig zu bestimmen. Auch bei Verstößen gegen die Vertraulichkeitsvereinbarung bereitet der Nachweis der Schadenshöhe und der Kausalität

<sup>27</sup> BGH v. 5. 6. 1975 – II ZR 156/73, BGHZ 64, 325 (331f.); *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (652); *Hüffer*, Aktiengesetz (Fn. 2), § 93 Rn. 8; *Banerjea*, ZIP 2003, 1730.

<sup>28</sup> *Körber*, NZG 2002, 263 (269).

<sup>29</sup> *Hefermehl/Spindler*, in: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 2004, § 93 Rn. 63.

<sup>30</sup> *Hemeling*, ZHR 2005, 275 (280); *Mertens*, AG 1997, 541 (545).

<sup>31</sup> *Hemeling*, ZHR 2005, 275 (278); *Körber*, NZG 2002, 263 (269); *Rittmeister*, NZG 2004, 1032 (1034).

<sup>32</sup> BGH v. 21. 4. 1997 – II ZR 175/95, NJW 1997, 1926 (1927); *Hüffer*, Aktiengesetz (Fn. 2), § 93 Rn. 13 f.

<sup>33</sup> *Mertens*, AG 1997, 541 (544); *Hemeling*, ZHR 2005, 275 (281).

<sup>34</sup> *Peters*, Forum Unternehmenskauf (Fn. 22), 93 (111); *Kiethe*, NZG 1999, 976.

regelmäßig erhebliche Probleme, so dass ggf. eine Vertragsstrafe als „Mindestschadensersatz“ vereinbart werden sollte.<sup>35</sup>

Die nach § 77 Abs. 1 AktG einstimmig zu fassende Entscheidung über die Zulassung einer Due Diligence fällt grundsätzlich in die Zuständigkeit des Gesamtvorstandes, so dass eine Konsultation der Hauptversammlung jedenfalls entbehrlich ist.<sup>36</sup> Der Gesamtvorstand der Zielgesellschaft sollte über die Entscheidung, eine Due Diligence zuzulassen, einen schriftlichen Beschluss fassen und das Überwiegen des objektiven Gesellschaftsinteresses an der Weitergabe der Information dokumentieren.<sup>37</sup> Denn im Zweifel hat der Vorstand zu beweisen, dass er die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters i. S. d. § 93 Abs. 2 Satz 1 AktG gewahrt hat.<sup>38</sup> Das Ermessen des Vorstandes kann aber auch dahingehend reduziert sein, dass er die Durchführung einer Due Diligence vollständig ablehnen muss. Dies wäre z. B. der Fall, wenn eine überwiegend kreditfinanzierte Übernahme allein die Zerschlagung wesentlicher Unternehmensteile bezweckt, sich die kartellrechtliche Unzulässigkeit aufdrängt oder der Aktienerwerb durch einen Mitbewerber (z. B. Portfoliogesellschaft eines Private-Equity-Investors) offensichtlich der Verdrängung des Unternehmens vom Markt dient.<sup>39</sup>

In der Praxis erweist es sich öfter als problematisch, ob (vorsorglich) ein Zustimmungsbeschluss des Aufsichtsrates eingeholt werden sollte. Dessen Erforderlichkeit wird uneinheitlich beurteilt.<sup>40</sup> Nach einer differenzierenden Ansicht soll der Aufsichtsrat nur dann einzubinden sein, wenn die Gefahr einer persönlichen Interessenkollision im Vorstand erkennbar werde, etwa durch die Zusage einer künftigen Position.<sup>41</sup> § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG mache deutlich, dass der Aufsichtsrat bei wesentlichen Maßnahmen in die Willensbildung miteingebunden werden solle. Aus Sicht des Vorstands erscheint die Einbeziehung des Aufsichtsrats vielfach hilfreich.

## 2. Die kapitalmarktrechtliche Geheimhaltungspflicht

Bei börsennotierten Aktiengesellschaften könnte das Informationsrecht auch durch das insiderrechtliche Mitteilungsverbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG beschränkt sein. Danach ist es unter Androhung von Strafe (§ 38 Abs. 1 Nr. 2 WpHG) verboten, einem anderen eine Insiderinformation unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen. Ein Vorstandsmitglied ist als Mitglied des Geschäftsführungsorgans eines Emittenten als Insider in diesem Sinne zu behandeln.<sup>42</sup> In-

<sup>35</sup> *Stoffels*, ZHR 2001, 362 (278).

<sup>36</sup> *Roschmann/Frey*, AG 1996, 449 (451); *Körber*, NZG 2002, 263 (268).

<sup>37</sup> *Roschmann/Frey*, AG 1996, 449 (452); *Müller*, NJW 2000, 3452 (3455).

<sup>38</sup> *Rittmeister*, NZG 2004, 1032 (1035).

<sup>39</sup> *Schoeder*, DB 1997, 2161 (2163); *Hemeling*, ZHR 2005, 275 (279); *Fleischer/Körber*, in: *Berens/Brauner/Strauch*, Due Diligence bei Unternehmensakquisition, 4. Aufl. 2005, 289 (298); *Hemeling*, ZHR 2005, 275 (283); *Peters*, Forum Unternehmenskauf (Fn. 22), 93 (112).

<sup>40</sup> Dagegen: *Fleischer/Körber*, in: *Berens/Brauner/Strauch*, Due Diligence (Fn. 39), 289 (296); *Roschmann/Frey*, AG 1996, 449 (452); dafür: *Ziemons*, AG 1999, 492 (494); *Bihl*, BB 1998, 1198 (1200).

<sup>41</sup> *Hemeling*, ZHR 2005, 275 (282).

<sup>42</sup> BGH v. 15. 10. 1996 – VI ZR 319/95, AG 1997, 40 (41).

siderinformationen sind solche konkreten Informationen über nicht öffentlich bekannte Umstände, die sich auf Inhaberpapiere beziehen und geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Papiere erheblich (ab ca. 5 % Kursschwankung<sup>43</sup>) zu beeinflussen (§ 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG). Eine solche Eignung ist gegeben, wenn ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde. Dies ist bei Unterlagen, die im Rahmen einer Due Diligence zur Verfügung gestellt werden, regelmäßig der Fall, besteht doch ihr hauptsächlichster Sinn gerade in der Kenntniserlangung über zentrale wertbildende, aber nicht öffentlich bekannte Tatsachen.

Von entscheidender Bedeutung ist daher das Merkmal der „Unbefugtheit“. Unbefugt ist eine Weitergabe, bei der die Vorstandsmitglieder nicht „innerhalb eines normalen Rahmens der Berufsausübung“ oder „in Erfüllung ihrer Aufgaben“ handeln.<sup>44</sup> Ein Vorstand, der sich im Rahmen seiner Leitungsaufgaben und nach pflichtgemäßer Ermessensausübung im Sinne der obigen Ausführungen für die Durchführung einer Due Diligence entscheidet, handelt jedoch in Erfüllung seiner Aufgaben.<sup>45</sup> Dies gilt insbesondere, wenn ein großes Aktienpaket (unternehmerische Beteiligung) erworben werden soll.<sup>46</sup> Sonst wäre ein Paketerwerb nahezu unmöglich, was eine nicht hinnehmbare Wertminderung des Aktienpaketes und auch der Gesellschaft selbst bedeuten würde.<sup>47</sup> Soweit es sich bei dem Unternehmenskauf um einen Paketerwerb handelt, ist der Vorstand der AG daher grundsätzlich als „befugt“ i. S. d. § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG anzusehen, Insiderinformationen an den Interessenten herauszugeben,<sup>48</sup> wenn im Hinblick auf die Vertraulichkeit die erforderlichen Maßnahmen getroffen worden sind (siehe vorstehend III.1.b).

Entsprechend muss dann für die Erwerberseite gelten, dass die Berücksichtigung von im Rahmen der Due Diligence erlangten Insiderinformationen jedenfalls dann nicht als strafbare Verwendung i. S. d. § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG gewertet werden kann, wenn die Insiderinformation für die Kaufabsicht nicht kausal wurde.<sup>49</sup> Unzulässig ist aber, wenn der Erwerbsinteressent aufgrund einer kursrelevanten Insiderinformation, die er im Rahmen der Due Diligence erlangt hat, ursprünglich nicht geplante zusätzliche Erwerbe über die Börse tätigt<sup>50</sup> (sog. Side Purchases). Hier droht die Strafbarkeit nach § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG.

<sup>43</sup> Hopt, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch, Band III, 2001, § 107 Rn. 25.

<sup>44</sup> Assmann, in: *Assmann/Schneider*, WpHG, 4. Aufl. 2006, § 14 Rn. 73; Ziegler, DStR 2000, 249 (253).

<sup>45</sup> Stoffels, ZHR 2001, 362 (381); Peters, Forum Unternehmenskauf (Fn. 22), 93 (112); Hemeling, ZHR 2005, 275 (283).

<sup>46</sup> Schmidt-Diemitz, DB 1996, 1809; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2004, Rn. 16.165.

<sup>47</sup> Ziemons, AG 1999, 492 (498); Kieth, NZG 1999, 976 (981).

<sup>48</sup> Hopt, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Fn. 43), § 107 Rn. 61; Rittmeister, NZG 2004, 1032 (1036).

<sup>49</sup> Hemeling, ZHR 2005, 275 (284); a. A. Ziemons, NZG 2004, 537 (539 f.).

<sup>50</sup> Hopt, ZGR 2002, 333 (358).

#### IV. Paketverkauf Großaktionär an Private-Equity-Investor

Der Erwerb von Aktienpaketen von Großaktionären erfolgt i. d. R. im Rahmen eines Aktienkaufvertrages oder eines sogenannten Irrevocable Undertaking.

##### 1. Aktienkaufvertrag

Der Aktienkaufvertrag zwischen Großaktionär und Private-Equity-Investor entspricht i. d. R. den Üblichkeiten von Verträgen zu Beteiligungserwerben. Beim Kaufpreis hat der Paketverkäufer u. U. das Interesse sicherzustellen, dass er eine Kaufpreinsnachbesserung für den Fall erhält, dass der Kaufpreis in einem nachfolgenden Übernahmeangebot höher sein sollte als der vertraglich vereinbarte. Bezüglich der Gewährleistung werden neben der üblichen rechtlichen Gewährleistung jedenfalls dann operative Gewährleistungen des Großaktionärs erwartet, wenn dieser über ein substantielles Aktienpaket verfügt. Die dingliche Übertragung der Aktien erfolgt nach den auf diese anwendbaren Übertragungsformen, z. B. nach Kartellfreigabe oder Eintritt weiterer Bedingungen in einem Closing.

Die Frage, ob der Paketverkauf aus Sicht des Private-Equity-Investors mit dem erfolgreichen Abschluss eines Übernahmeangebots bedingt werden kann (siehe unten VI.), hängt insbesondere von der Verhandlungsmacht der Beteiligten und der Wettbewerbssituation des Kaufinteressenten ab.

##### 2. Irrevocable Undertaking<sup>51</sup>

Im Rahmen eines Irrevocable Undertaking verpflichtet sich der Paketinhaber, sein Aktienpaket im Rahmen eines nachfolgenden Übernahmeangebots des Private-Equity-Investors einzuliefern. Damit erzielt der Paketinhaber auf jeden Fall den Kaufpreis des Übernahmeangebots. Umgekehrt hat er das Risiko, dass das Übernahmeangebot nicht erfolgreich abgeschlossen wird, z. B. im Fall eines freiwilligen Angebots bei Ausfallen einer oder mehrerer Bedingungen (siehe unten VI.).

##### 3. Anzeigepflichten des Private-Equity-Investors und der Ziel-AG bei Paketerwerb

###### a) § 21 WpHG

Ein Private-Equity-Investor ist bei einem Paketerwerb gegenüber der AG gemäß § 21 WpHG zur Offenlegung von Beteiligungen bei Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten einer Stimmrechtsbeteiligung von 3 %, 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % und 75 % verpflichtet. Maßgeblich für die Berechnung der Schwellenwerte ist die Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien, selbst wenn die Ausübung einzelner Stimmrechte ausgesetzt ist. Die Frist für die Offenlegung einer maßgeblichen Stimmrechtsbeteiligung gegenüber dem Emittenten und der BaFin beträgt vier Handelstage.

---

<sup>51</sup> Von Riegen, ZHR 2003, 702.

### b) § 26 WpHG

Mitteilungen nach § 21 WpHG sind von dem Emittenten innerhalb von drei Handelstagen nach Zugang der Mitteilung zu veröffentlichen. Die Veröffentlichungen nach § 26 WpHG sind von dem Emittenten zugleich der BaFin mitzuteilen und nach der Veröffentlichung unverzüglich dem Unternehmensregister zur Speicherung zu übermitteln.

### c) *Ad-hoc-Publizitätspflicht, § 15 Abs. 1 WpHG*

Aktiengesellschaften müssen zudem über alle kursrelevanten Ereignisse der Gesellschaft sofort öffentlich informieren (§ 15 WpHG). Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) hat den Anknüpfungspunkt des § 15 Abs. 1 WpHG vom Vorliegen einer „neuen Insiderinformation“ auf den Begriff der „Insiderinformation“ verlagert. Darin sieht die BaFin eine tendenzielle Vorverlagerung des Zeitpunktes der Ad-hoc-Publizität. Demnach ist ggf. bereits die Unterzeichnung eines LoI oder eines MoU als kursrelevante Information und damit als publizitätspflichtig zu sehen, auch wenn die Due Diligence zu diesem Zeitpunkt noch bevorsteht.<sup>52</sup> Unter den Begriff der Insiderinformation fallen auch Umstände, die, wie die Ankündigung eines Paketerwerbes, von außen an die Gesellschaft herangetragen werden. Dem Vorstand der Zielgesellschaft bleibt i. d. R. dann nur die Möglichkeit einer Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG, sofern eine frühzeitige Veröffentlichung die Transaktion gefährden und damit dem Unternehmensinteresse schaden würde.

## V. Finanzierungsunterstützung durch Ziel-AG?

### 1. Zugriff auf freie Liquidität der Ziel-AG; „Upstream-Darlehen“?

Schon vor der Entscheidung des Bundesgerichtshofs vom 24. 11. 2003 zum Cash Pooling bei der GmbH<sup>53</sup> war die ganz überwiegende Meinung, dass ein Darlehen der AG an ihre Aktionäre als Verstoß gegen § 57 AktG anzusehen ist, wenn nicht zumindest die Liquidität der AG garantiert ist und etwaige Darlehen angemessen verzinst und banküblich abgesichert sind. Denn Leistungen der AG an ihre Aktionäre sind generell nur dann zulässig, wenn sie dem Maßstab des Drittvergleichs entsprechen.

Durch die Entscheidung des BGH vom 24. 11. 2003 haben sich diese Rechtsgrundsätze verschärft. Insoweit hat diese Entscheidung wohl auch Auswirkungen auf das Aktienrecht. Denn der Kapitalerhaltungsschutz bei der AG betrifft nicht nur das Grundkapital (entsprechend dem Stammkapital bei der GmbH), sondern grundsätzlich das gesamte Eigenkapital, z. B. auch die Rücklagen der AG.

<sup>52</sup> Siehe: BaFin Emittentenleitfaden, 52.

<sup>53</sup> BGH v. 24. 11. 2003 – II ZR 171/01, BGHZ 157, 72.

Im faktischen Konzern wird die Bestimmung des § 57 AktG durch die §§ 311, 317 AktG im Wege der Spezialität zeitweilig verdrängt.<sup>54</sup> Der Verdrängungseffekt gilt so lange, bis das herrschende Unternehmen den Nachteil, den es der abhängigen AG zufügt, entweder ausgeglichen hat oder den Ausgleich verweigert mit der Verpflichtung zur Leistung von Schadensersatz nach § 317 AktG. Eine Nachteilzufügung im Sinne des Konzernrechts ist jedoch nur dann zulässig, wenn ein Nachteilsausgleich sicher oder jedenfalls mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit gewährleistet werden kann. Darüber hinaus wird zum Teil gefordert, dass jedenfalls eine angemessene Besicherung erforderlich ist.

Hat das herrschende Unternehmen keine andere Beteiligung als seine faktisch beherrschte Tochter-AG (z. B. ein übliches Private-Equity-Akquisitionsszenario, in dem ein Special Purpose Vehicle als Erwerbengesellschaft auftritt), stellt sich die Frage, ob dieses herrschende Unternehmen in der Lage ist, einen angemessenen Nachteilsausgleich ggf. zu leisten. Bedenken können sich im Hinblick auf die Fähigkeit dieses Special Purpose Vehicle ergeben, Sicherheiten an die darlehensgebende Tochtergesellschaft zu geben. Denn öfter hat das herrschende Unternehmen keine andere Sicherheit als die Beteiligung an dieser Tochter-AG. Eine AG ist aber z. B. in der Regel verhindert, mehr als 10 % ihrer Aktien im Rahmen einer Pfandverwertung zu erwerben.

Im Vertragskonzern findet § 57 AktG keine Anwendung (§ 291 Abs. 3 AktG). Damit ist der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages grundsätzlich geeignet, für Finanzierungszwecke Zugriff auf die Liquidität der AG zu nehmen und die Ziel-AG in die Finanzierungsunterstützung der Erwerbengesellschaft einzubeziehen. Grenzen sind jedoch die Existenzvernichtung bzw. die Haftung nach § 826 BGB und die Werthaltigkeit der Verlustausgleichsverpflichtung gemäß §§ 302, 303 AktG.<sup>55</sup> Gerade in der Situation der Erwerbengesellschaft, die als mehr oder weniger einzigen Vermögensgegenstand die Beteiligung an der Ziel-AG hält, können jedoch u. U. Zweifel an der Werthaltigkeit des Verlustausgleichsanspruchs der beherrschten Ziel-AG bestehen.

Neben § 57 AktG müssen Finanzierungsmaßnahmen bei einer AG auch im Einklang mit § 71a AktG stehen. Jedoch ist im Vertragskonzern die Verlustausgleichsverpflichtung des herrschenden Unternehmens nach § 302 AktG wie bei § 57 AktG vorrangig vor der Kapitalerhaltungsvorschrift des § 71a AktG.

## 2. Handlungsalternativen

Unabhängig vom Vorliegen der Voraussetzungen eines Vertragskonzerns ist der Zugriff auf die Liquidität der Ziel-AG in der Regel auf Dividendenzahlungen beschränkt. Zur Optimierung des Ausschüttungsvolumens werden teilweise konzerninterne Gewinnrealisierungen vorgenommen. Zum Beispiel kann die Ziel-AG einen oder mehrere Geschäftsbetriebe im Wege des Asset Deal oder einer Ausgliederung nach den Bestimmungen des Umwandlungsrechts in eine Tochtergesellschaft übertragen. Im Rahmen dieser Übertragung erfolgt für

<sup>54</sup> Hüffer, Aktiengesetz (Fn. 2), § 57 Rn 1.

<sup>55</sup> Vgl. Seibt, ZHR 2007, 282.

bilanzielle Zwecke eine Aufdeckung der stillen Reserven und damit eine entsprechende Gewinnrealisierung. Für steuerliche Zwecke sollen bei Vorliegen eines steuerlichen Teilbetriebs die steuerlichen Buchwerte fortgeführt und damit entsprechende steuerliche Belastungen vermieden werden.

In Abhängigkeit vom Umfang derartiger Übertragungen ist zu prüfen, ob nach den „Holzmüller“- und „Gelatine“-Kriterien ein Hauptversammlungsbeschluss erforderlich ist.<sup>56</sup> Die Hauptversammlung kann dann bei unterstelltem kooperativem Verhalten des Vorstandes mit einfacher Mehrheit die Ausschüttung einer entsprechenden „Super-Dividende“ beschließen. Diese kommt dann allen Gesellschaftern anteilmäßig zugute.

Besteht demgegenüber ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, kommt der gesamte Gewinn dem herrschenden Unternehmen und damit ggf. dem Private-Equity-Investor zugute. Die außenstehenden Aktionäre sind insoweit auf die Garantiedividende (§ 304 Abs. 1 AktG) beschränkt.

Im wirtschaftlichen Ergebnis führen derartige Maßnahmen zu einem sogenannten Debt Push-down. Die Verschuldung auf Ebene der Zielgesellschaft wird i. d. R. zur Finanzierung der Dividende erhöht. Umgekehrt kann die Erwerbengesellschaft aus den empfangenen Dividenden einen Teil ihrer Akquisitionsfinanzierung zurückführen. Aus Sicht der Zielgesellschaft sind derartige Maßnahmen grundsätzlich nicht durch die Bestimmungen der §§ 57 und 71a AktG eingeschränkt.

## VI. Übernahmeangebot des Private-Equity-Investors

Wegen der größeren Flexibilität wird ein Private-Equity-Investor ggf. das Interesse haben, ein Pflichtangebot zu vermeiden und ein freiwilliges Übernahmeangebot abzugeben.<sup>57</sup> Diese Möglichkeit besteht dann, wenn nach einem oder mehreren Paketerwerben der Gesamtbestand der vom Private-Equity-Investor erworbenen Aktien geringer als 30 % ist. Auch wenn der Bestand 30 % ausmacht oder diese Schwelle überschreitet, ist ein freiwilliges Angebot möglich, wenn der Kontrollerwerb, z. B. im Wege eines Paketerwerbs, noch nicht vollzogen ist. Für den Vollzug des Paketerwerbs kann z. B. noch eine erforderliche Kartellfreigabe ausstehen.

Das freiwillige Übernahmeangebot kann auf der Grundlage von § 35 Abs. 3 WpÜG ein späteres Pflichtangebot vermeiden. In der Praxis wird deshalb häufig seitens eines Bieters im Zusammenhang mit der Veröffentlichung des Paketerwerbs gemäß § 10 Abs. 1 WpÜG die Absicht veröffentlicht, ein Angebot an die übrigen außenstehenden Aktionäre abzugeben. Sinn und Zweck dieses Vorgehens ist es, den zu zahlenden Mindestwert gemäß § 5 Abs. 1 WpÜG-AngebotsVO

<sup>56</sup> BGH v. 25. 2. 1982 – II ZR 123/81, BGHZ 83, 122 („Holzmüller“); BGH v. 26. 4. 2004 – II ZR 155/02, DStR 2004, 922 („Gelatine“).

<sup>57</sup> Mögliche Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaft werden im Rahmen dieses Beitrags nicht behandelt; vgl. dazu z. B. Knott, NZG 2006, 849.

einzufrieren.<sup>58</sup> Ein unmittelbarer kausaler Zusammenhang zwischen Kontrollenerwerb und Vollzug des Übernahmeangebots ist für die Anwendung des § 35 Abs. 3 WpÜG nicht erforderlich. Damit besteht diese Option auch bei Erwerb von mehr als 70 % der Aktien in einem oder mehreren dem Übernahmeangebot vorhergehenden Paketerwerben.<sup>59</sup>

Das freiwillige Übernahmeangebot kann grundsätzlich mit Bedingungen versehen werden, wie z. B.

- Akzeptanzschwelle: 75 % vs. 95 % (letztere Schwelle eher unüblich),
  - Kartellfreigabe,
  - Vollzug eines oder mehrerer Paketerwerbe oder
  - kein Material Adverse Change bis zum Vollzug des Übernahmeangebots.
- Fällt eine Bedingung aus und kommt das freiwillige Übernahmeangebot demzufolge nicht zustande, muss das Pflichtangebot nachgeholt werden, wenn ein Kontrollerwerb vorliegt.

### VII. Taking-Private-Optionen für Private-Equity-Investoren

Ein Delisting setzt stets einen entsprechenden Hauptversammlungsbeschluss voraus und erfordert ein angemessenes Abfindungsangebot an die Minderheitsaktionäre.<sup>60</sup> Es kann entweder auf börsenrechtlichem Wege (sog. „reguläres Delisting“) oder durch umwandlungs- bzw. aktienrechtliche Methoden (sog. „kaltes Delisting“) durchgeführt werden.<sup>61</sup>

#### 1. „Reguläres Delisting“ unter Berücksichtigung der „Macroton“-Entscheidung des BGH

Beim „regulären Delisting“ widerruft die jeweilige Börsenzulassungsstelle die Notierung auf Antrag des Emittenten. Sie hat eine Ermessensentscheidung zu treffen und den Widerruf abzulehnen, wenn dieser dem „Schutz der Anleger widerspricht“, wie der Gesetzgeber in § 38 Abs. 4 Satz 2 BörsG ohne weitere Konkretisierung formuliert. Unter welchen Umständen der Anlegerschutz bei einem Widerruf gewahrt bleibt, wurde dementsprechend kontrovers diskutiert.<sup>62</sup>

Kern dieses Streits war die Frage, ob sich ein ausreichender Anlegerschutz ausschließlich aus kapitalmarktrechtlichen Maßstäben ergibt oder ob die Anlegerinteressen zugleich mit Mitteln des Gesellschaftsrechts zu schützen sind.<sup>63</sup> Der BGH hat mit Urteil vom 25. 11. 2002 („Macroton“) diesen Grundsatzstreit zugunsten der zweiten Ansicht und damit der überwiegenden Literaturmeinung<sup>64</sup> entschieden und die Anforderungen an ein „reguläres Delisting“ deutlich zu

<sup>58</sup> *Kossmann/Horz*, NZG 2006, 481 (484).

<sup>59</sup> *Kossmann/Horz*, NZG 2006, 481 (483).

<sup>60</sup> *Weihe*, FB 2006, 133.

<sup>61</sup> *Weihe*, FB 2006, 133.

<sup>62</sup> Vgl. *Weihe*, FB 2006, 133.

<sup>63</sup> *Streit*, ZIP 2002, 1279 (1281).

<sup>64</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz (Fn. 2), § 119 Rn. 24; *Völlmer/Grupp*, ZGR 1995, 459 (471 ff.).

Lasten der rückzugswilligen Aktiengesellschaften und zugunsten der Minderheitsaktionäre verschärft. Er stellte in Übereinstimmung mit der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts<sup>65</sup> fest, dass das „reguläre Delisting“ wegen der damit verbundenen erheblichen Einschränkung der Verkehrsfähigkeit der Aktien das Aktieneigentum beeinträchtigt. Da nach h. M. der Verkehrswert bei börsennotierten Gesellschaften unerlässlicher Bestandteil des Rechtsverhältnisses zwischen Aktiengesellschaft und Aktionär ist, bedarf es eines Beschlusses der Hauptversammlung.<sup>66</sup> Im Gegensatz zum Fall des „kalten Delisting“ soll nach Ansicht des BGH beim „regulären Delisting“ eine einfache Stimmenmehrheit (§ 133 Abs. 1 AktG) genügen.<sup>67</sup>

Darüber hinaus statuiert der BGH als Wirksamkeitsvoraussetzung des Hauptversammlungsbeschlusses das Vorliegen eines „Pflichtangebots“ der Aktiengesellschaft oder des Großaktionärs zum Kauf der Aktien der Minderheitsaktionäre, welches diesen mit dem Beschlussantrag vorgelegt werden muss.<sup>68</sup> Ein effektiver Schutz der Minderheitsaktionäre sei beim „regulären Delisting“ nur dann gewährleistet, wenn das „Pflichtangebot“ die Erstattung des „vollen Wertes“ des Aktieneigentums beinhalte. Dies gibt insoweit Anlass zur Kritik, als der BGH keine Abstimmung des geforderten „Pflichtangebots zum Verkehrswert“ mit den Regelungen zum Pflichtangebot nach dem WpÜG vorgenommen hat, wonach auf einen Drei-Monats-Durchschnittskurs und eine an den Vorerwerbern orientierte Gegenleistung abzustellen ist.<sup>69</sup> Schließt sich das „reguläre Delisting“ an ein Übernahmeverfahren an, kann dies zu dem unerwünschten Ergebnis führen, dass den Aktionären Gegenleistungen in unterschiedlicher Höhe anzubieten sind. Die Minderheitsaktionäre können die Angemessenheit der Abfindung in einem gerichtlichen Verfahren überprüfen lassen.<sup>70</sup> Hierfür sind die Regeln über das Spruchverfahren im Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit entsprechend anzuwenden.<sup>71</sup>

Das „reguläre Delisting“ ist aufgrund des Ermessensspielraums der Börsenzulassungsstellen (§ 38 Abs. 4 BörsG) mit großen Rechtsrisiken behaftet. Die „Macroton“-Entscheidung hat darüber hinaus zu einer Rechtsunsicherheit über die Höhe der Abfindung geführt. Demnach ist davon auszugehen, dass sich in der Praxis eher andere Going-Private-Verfahren durchsetzen werden.<sup>72</sup>

<sup>65</sup> BVerfG v. 27. 4. 1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 (305).

<sup>66</sup> BGH v. 25. 11. 2002 – II ZR 133/01, DB 2003, 544 (546) („Macroton“); K. Schmidt, NZG 2003, 601 (602f.); Land/Behnke, DB 2003, 2531 (2535); Wilsing/Kruse, WM 2003, 1110 (1111); a. A. Krämer/Theiß, AG 2003, 225 (236).

<sup>67</sup> BGH v. 25. 11. 2002 – II ZR 133/01, DB 2003, 544 (546) („Macroton“); a. A. Heidel, Anm. zum Urteil, DB 2003, 544 (548); vgl. auch Nachweise bei Pluskat, WM 2002, 833 (835).

<sup>68</sup> BGH v. 25. 11. 2002 – II ZR 133/01, DB 2003, 544 (547) („Macroton“).

<sup>69</sup> Schlitt, ZIP 2004, 533 (538).

<sup>70</sup> BVerfG v. 27. 4. 1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff. („DAT/Altana“); BVerfG v. 23. 8. 2000 – 1 BvR 68/95, ZIP 2000, 1670 ff. („Moto Meter“).

<sup>71</sup> BGH v. 25. 11. 2002 – II ZR 133/01, DB 2003, 544 (546 f.) („Macroton“).

<sup>72</sup> Vgl. Krämer/Theiß, AG 2003, 225 (241); Lohner, in: Deilmann/Lorenz, Die börsennotierte Aktiengesellschaft, 2005, § 16 Rn. 11; Pfüller/Anders, NZG 2003, 459 (464).

## 2. „Kaltes Delisting“

Eine Alternative ist die Einstellung der Börsennotiz durch Durchführung eines „kalten Delisting“. Der Zulassungswiderruf ist dabei lediglich Folge einer gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierung des Unternehmens, aufgrund derer die Gesellschaft ihre börsenfähige Rechtsform verliert. Der Verwaltungsakt der Zulassung erledigt sich in diesem Fall automatisch (§ 43 Abs. 2 VwVfG).<sup>73</sup>

### a) Verschmelzung auf eine nicht börsennotierte AG, eine GmbH oder KG

Ein „kaltes Delisting“ kann z. B. durch Verschmelzung (Going Private Merger) einer börsennotierten Zielgesellschaft auf eine nichtbörsennotierte Gesellschaft des Mehrheitsaktionärs nach §§ 2 ff. UmwG durchgeführt werden. Dabei erlischt die börsennotierte Aktiengesellschaft als übertragender Rechtsträger (§ 20 Abs. 1 Nr. 2 Satz 1 UmwG), so dass in der Folge die Börsenzulassung durch die Zulassungsstelle widerrufen wird. Die Anteilseigner der beteiligten Rechtsträger müssen dem Verschmelzungsvertrag (§§ 4 ff. UmwG) zustimmen. Bei Aktiengesellschaften ist ein Hauptversammlungsbeschluss mit einer Mehrheit von mindestens 75 % des vertretenen Grundkapitals erforderlich.

Im Verschmelzungsvertrag ist den Aktionären der übertragenden Gesellschaft, die gegen den Verschmelzungsbeschluss Widerspruch zur Niederschrift erklärt haben, ein Abfindungsangebot zu unterbreiten (§ 29 Abs. 1 Satz 1 UmwG). Die Voraussetzungen des § 29 UmwG sind erfüllt, wenn die übertragende Gesellschaft in eine andere Rechtsform überführt wird (mangelnde Rechtsformkongruenz, § 29 Abs. 1 Satz 1 UmwG) oder wenn – im Falle einer Verschmelzung auf eine Gesellschaft der gleichen Rechtsform – die Anteile des übernehmenden Rechtsträgers Verfügungsbeschränkungen unterworfen sind (§ 29 Abs. 1 Satz 2 UmwG).

Nach der bisher herrschenden Meinung ist § 29 UmwG bei einer Verschmelzung auf eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft nicht anwendbar.<sup>74</sup> Dies ist insofern fraglich, als das „kalte Delisting“ ebenso wie das „reguläre Delisting“ zum Wegfall verkehrsfähiger Aktien führt und damit in das Aktieneigentum eingreift. Zum Teil wird insoweit die Auffassung vertreten, dass auch hier die entsprechenden Vorgaben der „Macrotron“-Entscheidung zu beachten sind.<sup>75</sup> Danach wäre – in analoger Anwendung des § 29 UmwG<sup>76</sup> – auch bei der Verschmelzung einer börsennotierten Aktiengesellschaft auf eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft eine volle Entschädigung der ausscheidenden Minderheitsaktionäre zu gewährleisten.<sup>77</sup> Unseres Erachtens ist es zweifelhaft, ob für diesen Sachverhalt eine analogiebedürftige Regelungslücke besteht.

<sup>73</sup> Streit, ZIP 2002, 1279 (1281).

<sup>74</sup> Grunewald, ZIP 2004, 542 (544).

<sup>75</sup> Grunewald, ZIP 2004, 542 (544).

<sup>76</sup> Grunewald, ZIP 2004, 542 (544); Hofmann/Krolop, AG 2005, 866 (868); Schlitt, ZIP 2004, 533 (540).

<sup>77</sup> Grunewald, ZIP 2004, 542 (544).

Das Abfindungsangebot muss in bar vorgenommen werden.<sup>78</sup> Die übrigen, in der Gesellschaft verbleibenden Aktionäre der übertragenden Gesellschaft erhalten Anteile an der übernehmenden, nicht börsennotierten Gesellschaft. Ferner muss das Umtauschverhältnis der Aktien bzw. die Barabfindung angemessen sein. Die Rechtsprechung<sup>79</sup> und ein Teil der Literatur<sup>80</sup> verlangen hierbei, im Rahmen des Umtauschverhältnisses bzw. der Barabfindung nicht nur den Verkehrswert der Aktie, sondern auch den Wegfall der Handelbarkeit der Aktien als Vermögensnachteil zu berücksichtigen (u. E. zweifelhaft).

§ 34 UmwG sieht eine Überprüfung der Höhe der nach § 29 UmwG anzubietenden Abfindung im Spruchstellenverfahren vor. Mit Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister der übernehmenden Gesellschaft erlischt die übertragende Gesellschaft. Dies führt zu einem automatischen Delisting. Ist die aufnehmende Gesellschaft die Erwerbengesellschaft und diese fremdfinanziert, hat der Private-Equity-Investor das Risiko der überproportionalen Beteiligung von Minderheitsaktionären an der eigenen Gesellschaft, die von dem Abfindungsangebot keinen Gebrauch machen.

#### b) Formwechsel in GmbH oder KG

Wird das „kalte Delisting“ durch einen Formwechsel nach §§ 190 ff. UmwG vorgenommen, erhält die Zielgesellschaft unter Wahrung ihrer rechtlichen und wirtschaftlichen Identität die Rechtsform einer Personengesellschaft oder GmbH. Mit dem Verlust der börsenfähigen Rechtsform wird die Börsenzulassung durch die zuständige Zulassungsstelle widerrufen.<sup>81</sup>

Für den Formwechsel ist ebenso wie für die Verschmelzung eine qualifizierte Hauptversammlungsmehrheit von 75 % des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals erforderlich (§§ 233 Abs. 2, 240 Abs. 1 UmwG). Durch den Formwechsel werden die Anteilseigner des formwechselnden Rechtsträgers zu Anteilseignern der neuen Gesellschaft (§ 202 Abs. 1 Nr. 2 UmwG). Für den Private-Equity-Investor ergibt sich das Risiko, dass Minderheitsgesellschafter einer GmbH oder KG vergleichsweise stärkere Rechte haben als Aktionäre einer AG (vgl. z. B. §§ 51 a GmbHG, 166 HGB).

Widersprechen Minderheitsaktionäre dem Umwandlungsbeschluss der Hauptversammlung, muss ihnen die Gesellschaft eine angemessene Barabfindung anbieten (§ 207 UmwG). Die Angemessenheit des Barabfindungsangebots ist wiederum im Wege des Spruchverfahrens zu überprüfen. Insoweit sind Anfechtungsklagen gegen den Formwechselbeschluss gemäß § 210 UmwG ausgeschlossen. Mit der Eintragung des Hauptversammlungsbeschlusses in das Handelsregister ist der Formwechsel vollzogen, und die Börsennotierung wird gegenstandslos.

<sup>78</sup> Marsch-Barner, in: *Kallmeyer, Umwandlungsgesetz*, 3. Aufl. 2006, § 29 Rn. 18.

<sup>79</sup> LG Hanau v. 2. 5. 2002 – 5 O 63/01, DB 2002, 2261 ff.

<sup>80</sup> Richard/Weinheimer, BB 1999, 1613 (1617); Steck, AG 1998, 460 (463); a. A. Müller, ZHR 2001, 105 (137 ff.).

<sup>81</sup> Steck, AG 1998, 460 (462).

*c) Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (§ 291 AktG)*

Eine weitere Option für den Private-Equity-Investor zur Durchführung eines Going Private besteht im Abschluss eines Unternehmensvertrages gemäß § 291 AktG, i. d. R. eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages. Hierzu ist die Zustimmung von 75 % des in der Hauptversammlung der Ziel-AG vertretenen Grundkapitals einzuholen (§ 293 Abs. 1 Satz 1 AktG). Zum Schutz der Minderheitsaktionäre muss jeder Unternehmensvertrag sowohl die Möglichkeit eines angemessenen Ausgleichs für die außenstehenden Aktionäre in Form einer Ausgleichszahlung vorsehen (§ 304 Abs. 1 AktG) als auch eine Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen eines Minderheitsaktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben (§ 305 Abs. 1 AktG).

Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ist der wohl relativ geringste Eingriff in die rechtliche Position von Minderheitsaktionären im Rahmen möglicher Taking-Private-Maßnahmen. Praktisch ist der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag die wohl gängigste Taking-Private-Maßnahme. Insbesondere bleibt die Börsennotierung aufrechterhalten, nicht aber ohne weiteres die Zugehörigkeit der Ziel-AG zu einem bestimmten Aktienindex.

*d) Squeeze-out der Minderheitsaktionäre*

Letztlich kommt auch die Realisierung eines „kalten Delisting“ mit Hilfe der Durchführung eines Squeeze-out-Verfahrens in Betracht. Sofern die Gesellschaft infolge eines Squeeze-out lediglich über einen verbleibenden Hauptaktionär verfügt und ein Börsenhandel aus diesem Grunde nicht mehr stattfindet, erfolgt ein Widerruf der Börsenzulassung und die Einstellung der Notierung. Zu unterscheiden ist zwischen dem aktienrechtlichen und dem übernahmerechtlichen Squeeze-out-Verfahren.

*aa) Aktienrechtliches Squeeze-out-Verfahren*

Minderheitsaktionäre können gemäß § 327a AktG durch Beschluss der Hauptversammlung gegen eine angemessene Barabfindung vollständig ausgeschlossen werden, wenn der Hauptaktionär eine Beteiligungsquote von mindestens 95 % des Grundkapitals erreicht. Gegen einen Übertragungsbeschluss, der keine oder keine ordnungsgemäße Barabfindung beinhaltet, ist die Anfechtungsklage statthaft (§ 327 f Satz 3 AktG). Die Angemessenheit der Barabfindung kann aber nach § 327 f AktG ausschließlich im Spruchverfahren überprüft werden. Somit können diesbezügliche Klagen von Aktionären die Eintragung des Squeeze-out-Beschlusses ins Handelsregister und damit seine Wirksamkeit nicht hinauszögern.

Das aktienrechtliche Squeeze-out-Verfahren hat sich als ein in der Praxis häufig genutztes Verfahren zum Zwecke eines Going Private erwiesen. Gleichwohl ist die 95 %-Schwelle eine sehr hohe Schwelle, die nur ausnahmsweise erreicht werden kann. Das Bundesverfassungsgericht hat unlängst klargestellt, dass das

Squeeze-out-Verfahren weder inhaltlich noch in seiner verfahrensrechtlichen Gestaltung gegen das Grundgesetz verstößt.<sup>82</sup>

*bb) Übernahmerechtliches Squeeze-out-Verfahren*

Daneben sehen die §§ 39 a, 39 b WpÜG auch ein übernahmerechtliches Squeeze-out-Verfahren vor. Nach einem vorangegangenen öffentlichen Übernahmeangebot kann derjenige Bieter, der mindestens 95 % des stimmberechtigten Grundkapitals hält, beim LG Frankfurt am Main beantragen, dass ihm durch Gerichtsbeschluss die ausstehenden Aktien übertragen werden. Als Gegenleistung ist eine angemessene Barabfindung zu zahlen. Der Preis des vorangegangenen Übernahme- bzw. Pflichtangebotes gilt unwiderleglich als angemessen, wenn 90 % des mit dem Angebot angesprochenen Kapitals (Free Float) das Angebot angenommen haben (§ 39 a Abs. 3 WpÜG).<sup>83</sup>

Der entscheidende Unterschied zum aktienrechtlichen Squeeze-out-Verfahren besteht mithin darin, dass die Aktienübertragung nicht von der Hauptversammlung beschlossen wird und entsprechende Anfechtungsrisiken entfallen.<sup>84</sup> Allerdings enthalten die Regelungen des WpÜG keinen Verweis auf ein Spruchverfahren. Vielmehr steht dem Minderheitsaktionär die sofortige Beschwerde im FGG-Verfahren gegen die Squeeze-out-Entscheidung zum OLG Frankfurt am Main zu, solange die Abfindung nicht wegen Erreichen der 90 %-Schwelle, bezogen auf den Free Float, als angemessen gilt.

Aus diesem Grund ist das übernahmerechtliche Squeeze-out-Verfahren zeitlich riskanter als das aktienrechtliche, wenn die 90 %-Schwelle nicht erreicht wird.<sup>85</sup> Im Ergebnis ist festzustellen, dass die Interessen der Minderheitsaktionäre beim „kalten“ wie beim „regulären Delisting“ hinreichend geschützt sind.

### VIII. Zusammenfassung und Ausblick

Die Hürden für eine Übernahme einer börsennotierten Aktiengesellschaft durch einen Private-Equity-Investor sind jedenfalls dann hoch, wenn ein Taking Private der Ziel-AG angestrebt wird. Nachdem Gesetzgebung und Rechtsprechung in den vergangenen Jahren dem Schutz von Minderheitsaktionären und deren angemessener Abfindung ausreichend Aufmerksamkeit gewidmet haben, erscheint die Zeit jetzt reif, z.T. erpresserische Methoden einzelner professioneller Aktionäre, gerade auch im Zusammenhang mit Umstrukturierungsmaßnahmen von Unternehmen, verstärkt Einhalt zu gebieten und dadurch unnötige Lästigkeiten im Rahmen gebotener Restrukturierungsprozesse zu vermeiden.

---

<sup>82</sup> BVerfG v. 30. 5. 2007 – 1 BvR 390/04, DStR 2007, 1177; OLG Düsseldorf v. 16. 1. 2004 – I – 16 W 63/03.

<sup>83</sup> *Seibt/Heiser*, AG 2006, 301 (318) m.w.N.

<sup>84</sup> *Weiser/Brodbeck*, FB 2007, 12 (14).

<sup>85</sup> *Schüppen*, BB 2006, 165 (168); *Seibt/Heiser*, AG 2006, 301 (319).