

Marc Holfter

**Öffentliche Übernahme  
durch Anschleichen  
unter besonderer Berücksichtigung  
der Meldepflichten  
nach dem WpHG**

Eine juristische Analyse

 Springer

Öffentliche Übernahme durch Anschleichen unter besonderer Berücksichtigung der Meldepflichten nach dem WpHG

Marc Holfter

# Öffentliche Übernahme durch Anschleichen unter besonderer Berücksichtigung der Meldepflichten nach dem WpHG

Eine juristische Analyse

 Springer

Marc Holfter  
Rostock  
Deutschland

Dissertation zur Erlangung der Doktorwürde an der Juristischen Fakultät der Universität  
Rostock  
Erstgutachter: Prof. Dr. Anja Hucke  
Zweitgutachter: Prof. Dr. Harald Koch  
Tag der mündlichen Prüfung: 19. Januar 2012

ISBN 978-3-642-27980-5                      ISBN 978-3-642-27981-2 (eBook)  
DOI 10.1007/978-3-642-27981-2  
Springer Heidelberg Dordrecht London New York

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie;  
detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

© Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2012

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland vom 9. September 1965 in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtsgesetzes.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Gedruckt auf säurefreiem Papier

Springer ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media ([www.springer.com](http://www.springer.com))

*Meiner Mutter*

# Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2011/2012 von der Juristischen Fakultät der Universität Rostock als Dissertation angenommen.

Allen voran möchte ich an dieser Stelle meiner Doktormutter, Frau Prof. Dr. Anja Hucke, für die jederzeit hervorragende Promotionsbetreuung, die bedingungslose Unterstützung meines Vorhabens und die überaus schnelle Erstellung des Erstgutachtens danken. Herrn Prof. Dr. Harald Koch danke ich für die Übernahme des Zweitgutachtens.

Die Arbeit ist während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handels- und Gesellschaftsrecht, Deutsches und Europäisches Wirtschafts- und Unternehmensrecht entstanden. Dem gesamten Lehrstuhlteam gebührt daher ebenfalls mein Dank. Gleiches gilt für die Mitarbeiter der Juristischen Fakultät und der Universitätsbibliothek Rostock.

Nicht versäumen möchte ich auch eine Danksagung an alle Verwandte und Freunde, die auf unterschiedliche Weise ebenfalls zum Gelingen der Arbeit beigetragen haben.

Mein größter Dank gilt meinen Eltern. Erst ihre großzügige Förderung und ihr uneingeschränkter Rückhalt während der gesamten Ausbildung ermöglichten die Erstellung dieser Arbeit.

Rostock  
im Januar 2012

Marc Holfter

# Inhalt

<b>Kapitel 1: Einleitung</b> .....	1
I. Einführung in das Thema .....	1
II. Ziel der Untersuchung .....	3
III. Gang der Untersuchung .....	3
<b>Kapitel 2: Erscheinungsformen des Unternehmenskaufs</b> .....	5
A. Der Unternehmenskauf im Allgemeinen .....	5
I. Strategische Aspekte beim Unternehmenskauf .....	5
1. Käuferinteressen .....	6
2. Verkäuferinteressen .....	7
II. Finanzierungsfragen .....	8
1. Bestimmung des Unternehmenswertes .....	8
a) Begriff des Unternehmenswertes .....	9
b) Methoden der Unternehmensbewertung .....	10
aa) Gesamtbewertungsverfahren .....	10
(1) Ertragswertverfahren .....	11
(2) Discounted Cash-Flow-Verfahren .....	11
(3) Market Approach .....	12
bb) Einzelbewertungsverfahren .....	13
(1) Substanzwertverfahren .....	13
(2) Liquidationswertverfahren .....	13
cc) Mischverfahren .....	14
2. Transaktionsfinanzierung .....	14
a) Innenfinanzierung .....	14
b) Außenfinanzierung .....	14
aa) Finanzierung durch Eigenkapital .....	15
bb) Finanzierung durch Fremdkapital .....	16
cc) Mischformen .....	16
III. Organisation und Ablauf einer M&A-Transaktion .....	17
1. Vorbereitungsphase .....	17
a) Interne Vorbereitung .....	18
b) Beraterauswahl .....	19

c) Strukturfestlegung .....	19
d) Vorbereitung des Datenraums .....	21
2. Durchführungsphase .....	21
a) Kontaktaufnahme .....	21
b) Informations- contra Vertraulichkeitsinteresse .....	22
c) Absichtserklärung .....	23
d) Abschichtung der Verhandlungen .....	24
e) Due-Diligence .....	25
f) Vertragsschluss .....	28
3. Abwicklungsphase .....	29
a) Vollzug .....	29
b) Integration .....	30
IV. Allgemeine Haftungsaspekte beim Unternehmenskauf .....	30
1. Verkäufer und Käufer .....	30
a) Vorvertragsstadium .....	30
b) Kaufrecht .....	32
aa) Mangelbegriff .....	32
bb) Ansprüche .....	34
cc) Ausschluss der Gewährleistungsrechte nach § 442 Abs. 1 S. 1 BGB .....	36
2. Berater .....	38
B. Öffentliche Übernahme nach dem WpÜG .....	39
I. Hintergrund des WpÜG .....	39
1. Historie .....	39
2. Ziele des Gesetzes .....	40
3. Allgemeine Grundsätze .....	40
a) Gleichbehandlungsgebot .....	41
b) Transparenzgrundsatz .....	42
c) Handeln im Gesellschaftsinteresse .....	43
d) Beschleunigungsgrundsatz .....	44
e) Marktverzerrungsverbot .....	44
4. Anwendungsbereich .....	45
a) Zielgesellschaft .....	45
b) Wertpapiere .....	46
c) Zulassung zum Handel am organisierten Markt .....	46
d) Angebot .....	46
aa) Einfache öffentliche Erwerbsangebote .....	47
bb) Übernahmeangebote .....	47
cc) Pflichtangebote .....	48
(1) Zurechnung von Stimmrechten nach § 30 Abs. 1 WpÜG .....	51
(2) Stimmbindungsvereinbarungen nach § 30 Abs. 2 WpÜG .....	52
II. Ablauf einer öffentlichen Übernahme nach WpÜG .....	54
1. Vor-Angebotsphase .....	54
2. Entscheidung über Angebotsabgabe .....	56

- 3. Angebotsphase . . . . . 57
  - a) Erstellung der Angebotsunterlage . . . . . 58
  - b) Haftung für die Angebotsunterlage . . . . . 60
  - c) Prüfung der Unterlage . . . . . 63
  - d) Veröffentlichung der Unterlage . . . . . 64
  - e) Angebotsannahme . . . . . 67
  - f) Nach-Angebotsphase . . . . . 72

**Kapitel 3: Öffentliche Übernahme durch Anschleichen . . . . . 75**

- A. Anschleichen als Handlungsform . . . . . 75
  - I. Begriffsbestimmung . . . . . 75
  - II. Beweggründe . . . . . 76
  - III. Konfliktherde . . . . . 78
- B. Rechtliche Probleme im Rahmen des Anschleichens an die Zielgesellschaft (Verbot des Anschleichens wegen Verstoßes gegen das Insiderrecht) . . . . . 80
  - I. Ad-hoc-Publizität . . . . . 80
    - 1. Verhältnis von § 15 WpHG und § 10 WpÜG zueinander . . . . . 81
    - 2. Verletzung von § 10 WpÜG beim Anschleichen . . . . . 84
      - a) Entscheidung i.S.v. § 10 WpÜG . . . . . 84
        - aa) Natürliche Personen . . . . . 85
        - bb) Gesellschaften . . . . . 86
          - (1) Grundsätze der Meinungsbildung in einer AG . . . . . 86
          - (2) Entscheidung des Vorstands zur Angebotsabgabe . . . . . 87
          - (3) Mehrstufige Entscheidungsprozesse . . . . . 88
          - (4) Unverzügliche Veröffentlichung und Missbrauchsfälle . . . . . 90
      - b) Folgen . . . . . 99
  - II. Insidergeschäfte . . . . . 100
    - 1. Wirkungskreis des Insiderrechts . . . . . 100
    - 2. Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot . . . . . 101
      - a) Verstoß infolge direkten Anteilserwerbs . . . . . 101
        - aa) Beteiligungsaufbau . . . . . 102
        - bb) Übernahmeabsicht . . . . . 104
        - cc) Informationen durch Due-Diligence . . . . . 108
      - b) Verstoß bei Beteiligung Dritter . . . . . 110
        - aa) Anteilserwerb durch Dritte . . . . . 111
          - (1) Erwerb von Anteilen auf Rechnung des Dritten . . . . . 111
          - (2) Gemeinsamer Erwerb von Anteilen . . . . . 111
          - (3) Erwerb von Anteilen auf Rechnung des Käufers . . . . . 115
        - bb) Weitergabe der Insiderinformationen an Dritte . . . . . 116
      - c) Problemstellung bei anderen Finanzinstrumenten . . . . . 118
        - aa) Arten von übernahmerelevanten Finanzprodukten . . . . . 118
          - (1) Terminkontrakte (insb. Futures) . . . . . 119
          - (2) Optionen . . . . . 119
          - (3) Swaps . . . . . 119

- bb) Nutzung und Wirkungsweise der Produkte bei
  - Übernahmeverhaben . . . . . 120
  - (1) Terminkontrakte und Optionen . . . . . 120
  - (2) Swaps . . . . . 121
- cc) Insiderrechtliche Schlussfolgerung . . . . . 122
  - (1) Insiderrechtliche Anwendbarkeit bei
    - Differenzgeschäften . . . . . 123
    - (2) Verstoß bei Ausübung . . . . . 124
    - (3) Verstoß bei Verwerfen des Plans . . . . . 128
    - (4) Verstoß des Vertragspartners durch Aktienerwerb . . . 128
    - (5) Folgen . . . . . 129

**Kapitel 4: Umgehung der kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten**

- im Zuge des Anschleichens . . . . . 131**
  - A. Kapitalmarktrechtlicher Hintergrund . . . . . 131
    - I. Meldepflichten und ihre Bedeutung . . . . . 131
    - II. Einfluss der §§ 21 ff. WpHG auf öffentliche Übernahmen . . . . . 134
  - B. Zulässigkeit des Anschleichens bei Beachtung der Meldepflichten . . . . . 135
    - I. Tatbestände der Meldepflichten . . . . . 136
      - 1. Halten von Stimmrechten (§ 21 WpHG) . . . . . 137
        - a) Meldepflichtigkeit . . . . . 137
        - b) Rechtsfolgen . . . . . 139
      - 2. Zurechnung von Stimmrechten (§ 22 WpHG) . . . . . 140
      - 3. Ausnahmen bei Stimmrechten (§ 23 WpHG) . . . . . 143
      - 4. Halten von Finanzinstrumenten (§ 25 WpHG) . . . . . 145
        - a) Tatbestandliche Voraussetzungen . . . . . 145
          - aa) Finanzinstrumente . . . . . 145
          - bb) (un-)mittelbares Halten . . . . . 147
        - b) Schwellenwerte, Zusammenrechnungsgrundsätze und
          - Rechtsfolgen . . . . . 147
    - II. Raum für Umgehungsmöglichkeiten . . . . . 149
      - 1. Allgemeine Gestaltungen . . . . . 149
        - a) Kaufoptionen mit dinglichem Anspruch auf Lieferung
          - von Aktien . . . . . 150
        - b) Kaufoptionen mit schuldrechtlichem Anspruch auf
          - Lieferung von Aktien . . . . . 152
            - aa) Methodische Annäherung . . . . . 153
            - bb) Auslegung der Vorschrift . . . . . 153
            - cc) Auswirkung von Art. 103 Abs. 2 GG . . . . . 155
            - dd) Ergebnis/Fazit . . . . . 157
        - c) Verkaufsoptionen . . . . . 157
      - 2. Swap-Geschäfte . . . . . 159
        - a) Historischer Überblick . . . . . 159
        - b) Analyse der rechtlichen Beziehungen . . . . . 161

c) Anspruchsbeziehungen .....	162
aa) Lieferung der Aktien .....	163
bb) Ausgleich in Geld .....	163
C. Verbot der Umgehungsmöglichkeiten durch das Risikobegrenzungs-gesetz .....	165
I. Rechtslage vor dem Risikobegrenzungs-gesetz .....	165
1. Mitteilungspflicht nach § 21 Abs. 1 WpHG .....	166
2. Mitteilungspflicht nach § 22 Abs. 1 S. 1 i.V.m. § 21 Abs. 1 WpHG .....	167
a) § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG .....	167
b) § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 WpHG .....	171
3. Mitteilungspflicht nach § 22 Abs. 2 i.V.m. § 21 Abs. 1 WpHG	171
4. Mitteilungspflicht nach § 25 Abs. 1 WpHG .....	174
a) Auslegung nach Wortlaut .....	176
b) Auslegung nach Historie .....	177
c) Auslegung nach Systematik .....	178
d) Auslegung nach Telos .....	179
e) Zwischenergebnis .....	182
5. Ergebnis zur Rechtslage vor dem Risikobegrenzungs-gesetz ...	182
II. Bewertung des Einflusses des Risikobegrenzungs-gesetzes auf das Anschleichen .....	182
1. Melderechtliche Änderungen durch das Risikobegrenzungs-gesetz im Detail .....	183
a) Änderungen beim Acting in Concert (§ 22 Abs. 2 WpHG)	183
b) Änderungen bei der Meldepflicht für Finanzinstrumente (§ 25 Abs. 1 WpHG) .....	185
2. Auswirkungen der Neuerungen auf das Anschleichen .....	186
a) Effekte der Änderung von § 22 Abs. 2 WpHG .....	186
aa) Abstimmung über gemeinsamen Anteilserwerb .....	186
bb) Abzielung auf Änderung der unternehmerischen Ausrichtung .....	187
b) Effekte der Änderung von § 25 Abs. 1 WpHG .....	189
3. Ergebnis zur Rechtslage nach dem Risikobegrenzungs-gesetz	189
D. Gesetzgeberische Lösung des Konflikts .....	190
I. Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungs-gesetz als Problemlösung .....	190
1. Transparenz-erweiterung gem. § 25a WpHG .....	191
2. Situation für ein Anschleichen insbesondere mittels Derivaten mit Barausgleich .....	193
II. Bewertung und Kritik .....	196
1. Mitteilungs-erpflichtung auf der Seite des potenziellen Käufers	196
2. Mitteilungs-erpflichtung auf der Seite der Bank .....	197
<b>Kapitel 5: Schluss-betrachtung .....</b>	<b>199</b>
<b>Literatur .....</b>	<b>201</b>

# Kapitel 1: Einleitung

## I. Einführung in das Thema

Schaeffler tat es bei Continental, Porsche versuchte es bei Volkswagen, AWD bei MLP und Aurelius nutzte die Taktik bei Arques. Insbesondere geheim verlaufende Unternehmensübernahmen wie diese waren es, die die Wirtschaftsnachrichten in den letzten Jahren neben den Vorkommnissen innerhalb der Finanz- und Wirtschaftskrise prägten. Die Dichte der Berichterstattungen hierüber kann als Beweis der praktischen Bedeutsamkeit des Marktes für Unternehmenskäufe und Übernahmen generell verstanden werden.

Es überrascht demnach kaum, dass sich der Begriff Mergers & Acquisitions (M&A)<sup>1</sup> auch längst im deutschen Wirtschaftsleben etabliert hat. Die Erscheinungsformen dabei sind mannigfaltig. So geht es innerhalb dieses Bereiches nicht nur um die bekannten, grenzüberschreitenden Megatransaktionen, sondern auch um mittelständische Unternehmen und deren Beteiligungen.<sup>2</sup>

Historisch ist festzuhalten, dass insb. die sog. „Merger waves“ in den USA eng mit der Entwicklung des M&A-Marktes verknüpft sind. Diese Abschnitte zeichneten sich durch zyklische Aktivitäten auf dem M&A-Sektor aus. Dementsprechend folgten auf Phasen der Hochkonjunktur mit vielen Unternehmenstransaktionen Zeiten mit vergleichsweise wenigen Vertragsabschlüssen. Dies kann sowohl auf die Kombination aus starken wirtschaftlichen, legislativen und technologischen Veränderungen (sog. „Shocks“) als auch auf die Abhängigkeit des Marktes von vorhandener Liquidität zurückgeführt werden.

Was die aktuelle Lage angeht, so ist zu konstatieren, dass die weltweiten Aktivitäten bei Transaktionen und Übernahmen insgesamt noch immer stark von den Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise bestimmt werden.<sup>3</sup> Das gesamte Transaktionsvolumen sank 2008 um 28 % gegenüber dem Rekordwert von 2007 auf

---

<sup>1</sup> Unter dem Begriff versteht man wörtlich „Verschmelzungen und Übernahmen“.

<sup>2</sup> Vgl. Bergjan, in: Saenger/Aderhold/Lenkaitis/Speckmann (Hrsg.), Handels- und Gesellschaftsrecht, 2011, § 11 Rn. 1; van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 2.

<sup>3</sup> Vgl. Kunisch, M&A Review 2009, 47 (47).

ca. 3.330 Mrd. USD.<sup>4</sup> Auch die Anzahl der Transaktionen ist in diesem Zeitraum um 16 % zurückgegangen.<sup>5</sup> Durch einen leichten Anstieg der Kennzahlen im zweiten Halbjahr 2008 wurde allerdings die Hoffnung geweckt, dass es diesbezüglich wieder stetig bergauf geht.<sup>6</sup> Entsprechende Untersuchungen bestätigten diesen Eindruck.<sup>7</sup> Insbesondere im Jahr 2010 legten die weltweiten M&A-Aktivitäten wieder zu und umfassten ein Volumen von 40.466 Transaktionen.<sup>8</sup> Allerdings hat diese Entwicklung 2011 an Schwung verloren. Die Aussichten für 2012 sind ebenfalls verhalten.<sup>9</sup>

Die Schwerpunkte von Unternehmenskäufen liegen global betrachtet auf den klassischen, wirtschaftlich starken Märkten, wobei nach wie vor der US-Markt den wichtigsten und bedeutendsten regionalen Markt darstellt.<sup>10</sup> Obwohl im Vergleich zu diesem der deutsche M&A-Markt noch immer einen gewissen „Nachholbedarf“ hat, so können doch auch hierzulande Fusionen und Übernahmen inzwischen zum gängigen Instrumentarium der Strategiewerkzeuge gezählt werden.<sup>11</sup> Diese Ansicht wird durch die Entwicklung des deutschen M&A-Marktes im Jahr 2008 untermauert. Entgegen des Einbruchs von Transaktionen im gesamteuropäischen Raum verzeichnete der deutsche Markt einen vergleichsweise moderaten Rückgang. Vielmehr stieg die Anzahl der angekündigten Unternehmenskäufe und Übernahmen um knapp 9 % auf 1.411 an.<sup>12</sup> 2010 fand jedoch diesbezüglich ein Rückgang statt.<sup>13</sup> Das Jahr 2011 hingegen begann wiederum recht verheißungsvoll.<sup>14</sup> Die weitere Entwicklung bleibt abzuwarten.<sup>15</sup>

Eine Vielzahl der Transaktionen läuft dabei im Verborgenen ab. Längst nicht alle Unternehmenskäufe schaffen es als Wirtschaftsnachricht in die Presse. Diese hat v. a. Interesse an Berichterstattungen über Transaktionen unter Beteiligung von börsennotierten Unternehmen, die als Schwergewichte die Abläufe innerhalb der Weltwirtschaft beeinflussen. Solche sog. öffentlichen Übernahmen sind Teil der gesellschaftlichen Willensbildung und genießen eine hohe Präsenz in der Öffentlichkeit. Dies hat sich in jüngster Vergangenheit erst wieder durch die Übernahme der Continental AG durch die Schaeffler KG gezeigt. In diesem besonderen Fall

---

<sup>4</sup> Vgl. Kunisch, M&A Review 2009, 47 (48).

<sup>5</sup> S. [www.wirtschaftsblatt.at](http://www.wirtschaftsblatt.at) vom 3.7.2008 (Stand: 23.4.2009).

<sup>6</sup> Vgl. M&A Report des ZEW und Bureau van Dijk, April 2009.

<sup>7</sup> So ist Ende des Jahres 2010 eine Erholung auf dem M&A-Markt zu beobachten. Vgl. die Studie der Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH, M&A Transaktionen 2008/2009/2010, <http://www.luther-lawfirm.com/medien-studien-list.php?kat=1> (Stand: 25.5.2011).

<sup>8</sup> Vgl. Spanninger, M&A-Review 2011, 49 (49).

<sup>9</sup> Vgl. ZEW-ZEPHYR M&A-Index, <http://www.zew.de/de/presse/1888/verhaltenes-jahr-2011-fuer-weltweite-ma-transaktionen-wenig-optimismus-fuer-das-jahr-2012> (Stand: 22.12.2011).

<sup>10</sup> Es wurde nahezu ein Drittel des gesamten Volumens 2008 im US-Markt umgesetzt. Vgl. Kunisch, M&A-Review 2009, 47 (47).

<sup>11</sup> Vgl. Meerkatt/Roos/Wieland, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 2.

<sup>12</sup> Vgl. Kunisch, M&A-Review 2009, 47 (47).

<sup>13</sup> Vgl. Spanninger, M&A-Review 2011, 49 (50).

<sup>14</sup> Vgl. Spanninger, M&A-Review 2011, 356 (358).

<sup>15</sup> Vgl. Spanninger, M&A-Review 2011, 356 (365).

kam noch hinzu, dass sich die Schaeffler-Gruppe durch besondere vertragliche Abreden an die Zielgesellschaft (sog. „Target“) angeschlichen und damit eine Art Überraschungssituation geschaffen hat. Das Ergebnis des Vorgehens war ein im ersten Moment skurril anmutendes. Bevor überhaupt die Absicht einer Übernahme öffentlich geäußert wurde, war diese faktisch schon nahezu besiegelt.

## II. Ziel der Untersuchung

Die Frage nach der Möglichkeit und Zulässigkeit einer öffentlichen Übernahme durch Anschleichen an die Zielgesellschaft ist durch die jüngsten Übernahmeschlachten aktueller denn je.<sup>16</sup> Es herrscht in diesem Zusammenhang Unsicherheit darüber, unter welchen Voraussetzungen und mit welchen Konsequenzen ein sog. „creeping Takeover“ nach deutschem Recht durchführbar ist. Dies gilt insb. für die Umgehung der melderechtlichen Beteiligungsvorschriften. Dieser Informationsmangel soll durch die vorliegende Arbeit beseitigt werden.

Es ist zu untersuchen, ob das Instrument des Anschleichens im Rahmen einer öffentlichen Übernahme nach dem derzeitigen Rechtsstand überhaupt zulässig ist. Darüber hinaus gilt es die Frage zu beantworten, welche Vorschriften hierbei zu beachten sind und welche Folgen eine diesbezügliche Verletzung hat. Im Kern dieser Arbeit wird zu einer denkbaren Umgehung der Meldepflichten im Rahmen eines „creeping Takeover“ Stellung genommen und kritisch hinterfragt, welche Institute dafür in Betracht kommen.

## III. Gang der Untersuchung

Im Recht der Unternehmens(ver)käufe unterscheidet man seit jeher zwischen nicht-öffentlichen und öffentlichen Übernahmen. Dem wird dadurch Rechnung getragen, dass zunächst der Unternehmenskauf als solcher geschildert wird und sodann eine Abgrenzung zwischen dem Erwerb eines börsennotierten und eines sonstigen Unternehmens erfolgt. Den Schwerpunkt bildet die öffentliche Übernahme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)<sup>17</sup>. An dieser Stelle wird ausführlich das Anschleichen als Gestaltungsmöglichkeit erörtert. Insbesondere ist dabei zu klären, ob schon dadurch ein Verstoß gegen das kapitalmarktrechtliche Insiderrecht vorliegt.

Der zweite Komplex widmet sich dem gesamten Einfluss des Kapitalmarktrechts auf öffentliche Übernahmen. Die Meldepflichten als bedeutsame Vorschriften zur Transparenz auf diesem besonderen Markt schränken schon gedankennotwendig die

---

<sup>16</sup> Vgl. Fleischer/Scholke, NZG 2009, 401 (401).

<sup>17</sup> Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen v. 20.12.2001, BGBl. I 2001, S. 3822.

Möglichkeit einer öffentlichen Übernahme „aus dem Dunkeln heraus“ ein. Es ist zu untersuchen, welche Tatbestände gesetzlich normiert sind und ob durch spezielle Abreden, insb. durch sog. „Swap-Geschäfte“, diese Vorschriften umgangen werden können. Eng damit verbunden ist die Frage des Einflusses des Risikobegrenzungsgesetzes<sup>18</sup> und des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes<sup>19</sup> auf diese Problematik. Die gewonnenen Erkenntnisse werden im Rahmen einer Schlussbetrachtung abschließend zusammengefasst und sind die Basis für ein Fazit inklusive eines knappen Ausblicks.

---

<sup>18</sup> Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken v. 12.8.2008, BGBl. I 2008, S. 1666.

<sup>19</sup> Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts v. 5.4.2011, BGBl. I 2011, S. 538.

# Kapitel 2: Erscheinungsformen des Unternehmenskaufs

Hinsichtlich der Anforderungen an das Verfahren und etwaiger Besonderheiten ist bei Unternehmenstransaktionen zwischen privaten (allgemeinen) und öffentlichen Übernahmen zu unterscheiden. Den Ausgangsfall bildet hierbei der Erwerb einer Gesellschaft, die, entgegen der öffentlichen Übernahme, gerade nicht börsennotiert ist.

## A. Der Unternehmenskauf im Allgemeinen

### *I. Strategische Aspekte beim Unternehmenskauf*

Das Zusammenwachsen von Märkten im Zuge der Globalisierung, die besondere Bedeutung der Kapitalmärkte und auch die Wirtschaft im Zeitalter der informationstechnologischen Vernetzung führen zu einem Druck auf Unternehmen.<sup>1</sup> Diese müssen sich international aufstellen, neue Marktsegmente erschließen und strategische Präsenz zeigen.<sup>2</sup> Gerade um diese Bedürfnisse zu befriedigen, ist auf M&A-Aktivitäten zurückzugreifen. Der intensive Wettbewerb erfordert (grenzüberschreitende) Expansion. Allerdings stellt der Kauf eines Unternehmens eine derart komplexe Angelegenheit zur Realisierung dar, dass ein ausgereifter Vertrag allein nicht ausreicht. Vielmehr sind Strategieüberlegungen gefragt. Zu unterscheiden sind die verschiedenen Interessen des Käufers und des Verkäufers.

---

<sup>1</sup> Vgl. Meerkatt/Roos/Wieland, in: Triebel (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions*, 2004, Rn. 5.

<sup>2</sup> Vgl. Meerkatt/Roos/Wieland, in: Triebel (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions*, 2004, Rn. 5.

## 1. Käuferinteressen

Die Motive bei Unternehmenskäufen sind zahlreich.<sup>3</sup> Es werden als klassische Ziele die unternehmerische Beteiligung (strategischer Investor) sowie die reine Finanzbeteiligung (Finanzinvestor) genannt.<sup>4</sup>

Für Finanzinvestoren stellt sich regelmäßig die Frage, ob der um das Risiko bereinigte Gewinn aus der Transaktion größer ist als der Betrag, der bei der nächstbesten Investitionsmöglichkeit erzielt werden würde. Traditionell gesehen war die Finanzbeteiligung als eine langfristige Anlage gedacht.<sup>5</sup> Mittlerweile hat sich die Realität davon entfernt. Es stehen heute kurz- oder mittelfristige Anlagen in Rede. Vorwiegend Kapitalanlagegesellschaften und andere institutionelle Anleger gehen Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligungen mit dem Ziel ein, sich nach einem Zeitraum von drei bis maximal zehn Jahren wieder von der Beteiligung zu trennen.<sup>6</sup> Häufig geht es in diesen Fällen um Beteiligungen an jungen, noch nicht börsenorientierten Unternehmen mit einem innovationsbedingten Leistungspotenzial.<sup>7</sup> In diesen Fällen werden Beteiligungen nur aus einem einzigen Ziel gehalten: der Rendite. Es gilt, einen möglichst hohen Ertrag bei einem späteren Verkauf des Unternehmens („Exit“) zu erzielen.<sup>8</sup> In den Bereich der beabsichtigten erheblichen Wertsteigerung beim „Desinvestment“ gehört auch der Begriff des „Private Equity“. Dieser lässt sich auf die Unterscheidung zwischen außerhalb der Börse erlangtem Eigenkapital (private) und am Kapitalmarkt erlangtem Eigenkapital (public) zurückführen.<sup>9</sup> Gewöhnlich wird dabei das private Eigenkapital von institutionellen Anlegern oder wohlhabenden Privatpersonen zur Verfügung gestellt. Eine weitere Möglichkeit der Finanzbeteiligung, losgelöst von etwaigen Wertsteigerungen, stellt der Kauf auf Grund der Verwertung einer beträchtlichen Sachsubstanz bei ertragsschwachen Unternehmen dar. Allerdings handelt es sich hierbei um eine in der Praxis keinesfalls vorherrschende Strategie.

Der strategische Investor hingegen hat ein über das reine Finanzinteresse hinausgehendes, bereits genanntes Expansionsinteresse. Für ihn gilt es, den neuen, globalen Anforderungen gerecht zu werden und sich horizontal, vertikal oder lateral zu vergrößern.<sup>10</sup> Unternehmen und Management stehen dabei vor der schwierigen

<sup>3</sup> Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, *Der Unternehmenskauf*, 2009, 1. Kap. Rn. 6; Bergjan, in: Saenger/Aderhold/Lenkaitis/Speckmann (Hrsg.), *Handels- und Gesellschaftsrecht*, 2011, § 11 Rn. 3; Weber/Hohaus, *Buy-outs*, 2010, S. 58 f.

<sup>4</sup> Vgl. Hölters, in: Hölters (Hrsg.), *Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs*, 2010, Teil I Rn. 8; Weber/Hohaus, *Buy-outs*, 2010, S. 7.

<sup>5</sup> Vgl. Hölters, in: Hölters (Hrsg.), *Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs*, 2010, Teil I Rn. 10.

<sup>6</sup> Vgl. Hölters, in: Hölters (Hrsg.), *Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs*, 2010, Teil I Rn. 10; Liebscher, ZIP 2001, 853 (855).

<sup>7</sup> Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, *Der Unternehmenskauf*, 2009, 1. Kap. Rn. 8.

<sup>8</sup> Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), *Praxishandbuch Unternehmenskauf*, 2009, S. 5.

<sup>9</sup> Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), *Praxishandbuch Unternehmenskauf*, 2009, S. 5.

<sup>10</sup> Ausf. zur Orientierung der Expansionsrichtung an der Wertschöpfungskette Meerkatt/Roos/Wieland, in: Triebel (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions*, 2004, Rn. 11 ff.

Entscheidung, ob Wachstumspotenziale durch eigene Unternehmens- und Produktentwicklungen erreicht werden sollen, oder ob ein zeitsparender, wenngleich finanziell aufwendiger Zukauf oder Zusammenschluss zu bevorzugen ist.<sup>11</sup> Vielfach erscheint eine Expansion durch einen Unternehmens(zu)kauf einfacher. Allein der Gedanke an bereits eingerichtete Produktionsstätten, erfahrene Mitarbeiter, einen bestehenden Kunden- bzw. Lieferantenstamm und eine bestehende Verwaltung geben in der Praxis insb. bei einer branchenübergreifenden Transaktion den Ausschlag. Darüber hinaus dürfte der Kauf eines Unternehmens, das auf einem Spezialgebiet über ein bestimmtes Know-how verfügt, günstiger sein, als es die Aufwendungen im eigenen Betrieb für selbständige Entwicklungen sind.<sup>12</sup> Auch sind Konstellationen denkbar, in denen es dem Erwerber um den Gewinn an neuen Technologien, hochwertigem Management und Personal oder der Bereinigung von Marktverhältnissen geht.<sup>13</sup> In der Praxis spielen weiter die beabsichtigten Synergieeffekte eine nicht zu unterschätzende Rolle. Im Vordergrund steht der Gedanke, dass der Zusammenschluss beider Unternehmen gewinnbringender ist, als die Summe der Einzelunternehmen.<sup>14</sup> Zu beachten ist hier jedoch, dass Synergiepotenziale nur möglicherweise realisierbare Effekte bezeichnen. Somit sollte eine Transaktion unter diesem Gesichtspunkt nicht das Ende, sondern der Beginn der eigentlichen Wertschaffung sein.<sup>15</sup> Insgesamt bleibt festzuhalten, dass Unternehmenskäufe die vorherrschende Methode der Expansion sind. Sie realisieren folglich maßgeblich die unternehmerischen Wünsche nach einer Vergrößerung der Marktmacht und einer damit einhergehenden Verringerung des Wettbewerbs.<sup>16</sup>

## 2. Verkäuferinteressen

Zahlreich wie die Käufermotive sind auch die jeweiligen Interessen des Verkäufers. Die Anlässe für Unternehmensverkäufe lassen sich generell in drei große Gruppen aufteilen.<sup>17</sup>

Zunächst sind die persönlichen Beweggründe zu nennen. Infolge hohen Alters oder Krankheit möchte oder muss sich der Unternehmer von „seinem“ Betrieb

---

<sup>11</sup> Vgl. Dufey/Hommel, in: von Hagen/von Stein (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, 2000, S. 970 f.; Picot, in: Picot (Hrsg.), Handbuch Mergers & Acquisitions, 2008, S. 27 f.

<sup>12</sup> Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 1. Kap. Rn. 6.

<sup>13</sup> Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 1. Kap. Rn. 7.

<sup>14</sup> Ausf. zum Mehrwert einer Transaktion Meerkatt/Roos/Wieland, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 30 ff.

<sup>15</sup> Vgl. Meerkatt/Roos/Wieland, in: Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004, Rn. 37.

<sup>16</sup> Vorbehaltlich etwaiger kartellrechtlicher Bedenken.

<sup>17</sup> Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 1. Kap. Rn. 1. Generell gilt aber, dass ein Verkäufer in der Regel mit der Erzielung eines optimalen Verkaufspreises eine eindeutige Zielsetzung, losgelöst von der Strategie und den Hintergründen der Transaktion, verfolgt. Vgl. Weber/Hohaus, Buy-outs, 2010, S. 59.

trennen. Ein Dilemma entsteht insb. bei Familienunternehmen, wenn kein Familienmitglied das Unternehmen weiterführen will oder kann. In diesen Fällen ist oft auch ein Verkauf des Unternehmens (an einen Externen) in Erwägung zu ziehen.<sup>18</sup>

Weiterhin sind auch wirtschaftliche Rahmenbedingungen zu berücksichtigen. So kann es angezeigt sein, das Unternehmen oder bestimmte Unternehmensteile zu veräußern, um so bspw. Steuerbelastungen oder hohen Lohnnebenkosten zu entgehen.<sup>19</sup> Darüber hinaus sind Unternehmensverkäufe häufig ein Indiz für ein pessimistisches Denken, was die wirtschaftliche Entwicklung betrifft. In dieser Gruppe ist regelmäßig ein Handeln des Unternehmers aus Resignation zu erkennen.<sup>20</sup>

Zu trennen sind beide angesprochenen Aspekte von wirtschaftlichen Strategieüberlegungen („Corporate Restructuring“). In dieser Fallgruppe ist regelmäßig die Rede von einem Zwang zum Verkauf des Unternehmens oder eines Teils. Es gilt, einem Fehlverhalten am Markt, falschen Standortbedingungen, fehlendem Eigenkapital oder zurückgehenden Absatzchancen zu begegnen, indem man das Unternehmen durch den Zufluss des Kaufpreises für den veräußerten Teil saniert und sich somit für die Zukunft vielversprechend(er) aufstellt.<sup>21</sup> Maßnahmen zur Erreichung dieses Ziels sind neben der Herauslösung einzelner Sparten aus dem Konzern („Divestiture“) der Verkauf von Minderheitsbeteiligungen an eine Tochtergesellschaft („Equity carve out“) und eine generelle Unternehmensverkleinerung („Corporate Downsizing“).

## II. Finanzierungsfragen

Bei der Finanzierung von Unternehmensübernahmen treten zwei wesentliche Problembereiche auf. Bevor überhaupt über die Art und Weise der Transaktionsfinanzierung nachgedacht werden sollte, muss zunächst einmal der Kaufpreis und damit einhergehend der Unternehmenswert bestimmt werden.

### 1. Bestimmung des Unternehmenswertes

Die Festlegung des Kaufpreises ist eine der wichtigsten – wenn nicht die wichtigste – Maßnahme beim Kauf eines Unternehmens oder einer Beteiligung.<sup>22</sup> Im Zuge von Unternehmensverkäufen bzw. Unternehmenskäufen treffen in aller Regel unterschiedliche Preisvorstellungen der Käufer- und Verkäuferseite aufeinander.<sup>23</sup>

<sup>18</sup> Ausf. zur Rechtsnachfolge Seeger, JURA 2007, 889 ff.

<sup>19</sup> Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 1. Kap. Rn. 3.

<sup>20</sup> Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 1. Kap. Rn. 3.

<sup>21</sup> Vgl. Beisel, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 1. Kap. Rn. 4.

<sup>22</sup> Vgl. Hölters, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaus, 2010, Teil I Rn. 170; Wöhe/Döring, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 2010, S. 570.

<sup>23</sup> Vgl. van Kann, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 298; Wöhe/Döring, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 2010, S. 571.

Zurückzuführen ist dies auf die denknwendige Unterscheidung zwischen dem Wert des Unternehmens und dem tatsächlichen Kaufpreis.<sup>24</sup> Einzig und allein die Wertfindung ist Gegenstand der Unternehmensbewertung.<sup>25</sup> Die genaue Bestimmung des tatsächlichen Unternehmenswertes wird in der Praxis anhand von verschiedenen Methoden vorgenommen. Der Wertbegriff und die Methodik zur Bestimmung des Unternehmenswertes weisen enge Zusammenhänge auf.<sup>26</sup>

#### a) Begriff des Unternehmenswertes

Der Begriff des Unternehmenswertes unterlag in der Vergangenheit einem Wandel.<sup>27</sup> Früher ging man davon aus, dass ein objektiver Unternehmenswert bestimmbar sei. Dieser sei für jeden gültig. Dabei wurden nur solche Tatsachen berücksichtigt, die im Unternehmen selbst begründet waren.<sup>28</sup> Zukunftsprognosen wurden hierbei genauso wenig berücksichtigt wie etwaige Fähigkeiten und Absichten des potenziellen Käufers. Vielmehr wurde der Bestand festgestellt und es erfolgte eine Anlehnung an die Vergangenheit und die Gegenwart.<sup>29</sup> Dadurch wurde der sog. Substanzwert eines Unternehmens bedeutsam. Dieser entspricht dem Betrag, der aufgebracht werden muss, um das zu bewertende Unternehmen identisch zu reproduzieren.<sup>30</sup>

Infolge der Kritik, dass auf Grund von individuellen Einflüssen beim Unternehmenskauf ein objektiver Unternehmenswert nicht existieren könne, entwickelte sich der Gedanke eines subjektiven Unternehmenswertes. Dieser sollte keinen allgemeingültigen Wert mehr begründen, sondern sich an einem speziellen Betrachter orientieren. Die Lehre vom subjektiven Unternehmenswert ging davon aus, dass sich der Wert eines Gutes letztlich aus dessen Gebrauchswert, mithin aus dessen Nutzen für ein einzelnes Individuum, ableitet.<sup>31</sup> Zu berücksichtigen sind in diesem Rahmen alle für den Investor relevanten Ziele, Erwartungen oder Möglichkeiten. Folglich basiert die Wertbestimmung auf einem Blick in die Zukunft. Die Folge dieses

---

<sup>24</sup> Vgl. Theysohn-Wadle, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 3. Kap. Rn. 2.

<sup>25</sup> Vgl. Theysohn-Wadle, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 3. Kap. Rn. 2.

<sup>26</sup> Vgl. Widmann, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 8.

<sup>27</sup> Vgl. Peemöller, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2009, S. 4; Widmann, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 9.

<sup>28</sup> Vgl. Weitmann/Bubeck, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 298.

<sup>29</sup> Vgl. Peemöller, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2009, S. 5; Weitmann/Bubeck, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 298 f.

<sup>30</sup> Vgl. Widmann, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 9.

<sup>31</sup> Vgl. Peemöller, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2009, S. 6; Widmann, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 10.

Wertbegriffes liegt in der Annahme eines Grenzpreises für Käufer und Verkäufer.<sup>32</sup> Dieser setzt sich zusammen aus dem Preis, den der Käufer im Äußersten zu zahlen bereit ist, und dem für den Verkäufer mindestens zu erzielenden Preis. Das Konzept des subjektiven Unternehmenswertes gilt heute als eine der Grundlagen der Lehre von der Unternehmensbewertung.<sup>33</sup>

Aber erst eine Vereinigung dieser beiden Unternehmenswertbegriffe kann den Aufgaben der Bewertung gerecht werden. Dieser Gedanke führte zu einem Kompromiss zwischen objektiver und subjektiver Wertermittlung. Hiernach wird eine konventionelle Wertermittlung für bestimmte Bewertungszwecke akzeptiert, gleichzeitig jedoch wird auch der subjektive Charakter der Unternehmensbewertung berücksichtigt.<sup>34</sup> Dies umschreibt der Begriff des sog. objektivierten Unternehmenswertes. Er unterscheidet sich von dem objektiven Unternehmenswert dadurch, dass er eben nicht auf Substanzwerte abstellt, sondern eher einen Zukunftserfolgswert widerspiegelt, der sich bei einer Unternehmensfortführung ergeben würde.

## b) Methoden der Unternehmensbewertung

Vor dem Hintergrund des Unternehmenswertbegriffes sind die tatsächlichen Methoden seiner Bestimmung zu sehen. Ziel ist es, einen möglichst objektiven Marktwert des Unternehmens festzusetzen. Die Verfahren zur Zielerreichung sind dabei hochgradig verschieden. In der Praxis spielen im Wesentlichen drei unterschiedliche Bewertungskonzepte eine Rolle: die Gesamtbewertungsverfahren, die Einzelbewertungsverfahren und die sog. Mischverfahren. Sie sollen im Folgenden kurz näher betrachtet werden.

### aa) Gesamtbewertungsverfahren

Die Gesamtbewertungsverfahren gelten grundsätzlich als die gebräuchlichsten.<sup>35</sup> Sie verstehen das Unternehmen als Bewertungseinheit, deren Wert sich aus allen Einkünften ergibt, die in der Zukunft erzielt werden.<sup>36</sup> Zu den Gesamtbewertungsverfahren zählen die Ertragswertmethode, das Discounted Cash-Flow-Verfahren (DCF-Verfahren) und der sog. Market Approach.

---

<sup>32</sup> Vgl. Widmann, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 10.

<sup>33</sup> Vgl. Widmann, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 10.

<sup>34</sup> Vgl. Widmann, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 11.

<sup>35</sup> Vgl. Schanz, Börseneinführung, 2007, § 7 Rn. 5; Widmann, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 40.

<sup>36</sup> Vgl. Bergjan, in: Saenger/Aderhold/Lenkaitis/Speckmann (Hrsg.), Handels- und Gesellschaftsrecht, 2011, § 11 Rn. 112; Mandl/Rabel, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2009, S. 53; Weitmann/Bubeck, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 302.

**(1) Ertragswertverfahren** Das Ertragswertverfahren ist ein Prognoseverfahren zur direkten Ermittlung des Unternehmenswertes.<sup>37</sup> Dabei wird meistens über einen Analysezeitraum von fünf Jahren der Wert des Eigenkapitals („Equity value“) bestimmt. Dies geschieht durch Abzinsung der dem Eigentümer künftig zufließenden finanziellen Überschüsse. Maßgeblich sind dabei die Zahlungsströme („Cash-Flows“), die zwischen Unternehmen und Investor fließen.<sup>38</sup> Dahinter steht der Gedanke, dass sich der Erwerb eines Unternehmens nur lohnt, wenn eine bestimmte Rendite erreicht wird.

Im Einzelnen bestimmt sich der Ertragswert aus dem Durchschnittsertrag der letzten fünf Jahre zuzüglich der einmaligen und außerordentlichen Aufwendungen. Abzuziehen sind von der Summe die einmaligen und außerordentlichen Erträge und der Risikoabschlag. Da die so errechneten künftigen Einnahmen-Überschüsse in der Zukunft liegen, verlieren sie an Wert, sodass sie abgezinst und zu einem Barwert zusammengefasst werden müssen.<sup>39</sup> Das Ergebnis stellt folglich den zukünftigen Erfolg für das betriebsnotwendige Vermögen, also den Ertragswert, dar.

**(2) Discounted Cash-Flow-Verfahren** Ein zur Bewertung börsennotierter Unternehmen besonders beliebtes Verfahren ist das des sog. Discounted Cash-Flow.<sup>40</sup> Es lässt sich auf die Idee zurückführen, dass die Zahlungsströme (Cash Flows) weniger manipulierbar sind als die Erträge und somit besser als Grundlage der Rendite herangezogen werden können. Ebenso wie die Ertragswertmethode beruht das Discounted Cash-Flow-Verfahren auf der Ermittlung des Barwerts zukünftiger finanzieller Überschüsse.<sup>41</sup> Während beim Ertragswertverfahren jedoch Aufwendungen und Erträge Ausgangspunkt der Ermittlung der zu kapitalisierenden Größe sind, wird beim Discounted Cash-Flow-Verfahren direkt auf die Kapitalisierung von Zahlungsmittelüberschüssen abgestellt.<sup>42</sup>

Innerhalb der Discounted Cash-Flow-Verfahren wird zwischen dem Netto-Ansatz (sog. Equity-Approach) und dem Brutto-Ansatz (sog. Entity-Approach) unterschieden.<sup>43</sup> Darüber hinaus gibt es noch im Bereich der Bruttoverfahren

---

<sup>37</sup> Vgl. Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 2009, S. 197; Raab, Shareholder Value und Verfahren der Unternehmensbewertung, 2001, S. 84; Weitmann/Bubeck, in: van Kann (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2009, S. 313.

<sup>38</sup> Vgl. Theysohn-Wadle, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 3. Kap. Rn. 34.

<sup>39</sup> Vgl. zur Berechnungsformel Peemöller/Kunowski, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2009, S. 268; Theysohn-Wadle, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 3. Kap. Rn. 60 f.

<sup>40</sup> Zum Vergleich mit der Ertragswertmethode Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 2009, S. 195 ff.

<sup>41</sup> Vgl. Mandl/Rabel, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2009, S. 64 f.; Theysohn-Wadle, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 2009, 3. Kap. Rn. 79.

<sup>42</sup> Vgl. Bergjan, in: Saenger/Aderhold/Lenkaitis/Speckmann (Hrsg.), Handels- und Gesellschaftsrecht, 2011, § 11 Rn. 114; Weber/Hohaus, Buy-outs, 2010, S. 142; Widmann, in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 2010, Teil II Rn. 70.

<sup>43</sup> Vgl. Raab, Shareholder Value und Verfahren der Unternehmensbewertung, 2001, S. 67.