

CHRISTOPH WIEGAND

Investorenvereinbarungen  
und Business Combination  
Agreements bei  
Aktiengesellschaften

*Schriften zum  
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*

38

---

**Mohr Siebeck**

# Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von den Direktoren  
des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht  
der Bucerius Law School in Hamburg

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

38





Christoph Wiegand

Investorenvereinbarungen und  
Business Combination Agreements  
bei Aktiengesellschaften

Mohr Siebeck

*Christoph Wiegand*, geboren 1986; Studium der Rechtswissenschaften in Heidelberg, Bonn und Durham; 2011 Erstes Staatsexamen; 2016 Zweites Staatsexamen; 2016 Promotion; seit 2016 Rechtsanwalt in Frankfurt.

ISBN 978-3-16-155273-1 / eISBN 978-3-16-158838-9 unveränderte eBook-Ausgabe 2019  
ISSN 2193-7273 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

Dissertation, Leuphana Universität Lüneburg, 2016

© 2017 Mohr Siebeck Tübingen. [www.mohr.de](http://www.mohr.de)

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von epline in Neuffen gesetzt, von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Meinen Eltern  
&  
Großeltern



## Vorwort

Die vorliegende Arbeit mit dem Titel „Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements bei Aktiengesellschaften“ wurde von der Leuphana Universität Lüneburg im Sommersemester 2015 als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur konnten bis Juli 2015 berücksichtigt werden.

Mein herzlicher Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Alexander Schall, für die Betreuung meiner Arbeit, die gute und konstruktive Zusammenarbeit während der Promotionsphase sowie die Erstellung des Erstvotums.

Herrn Prof. Dr. Rüdiger Veil danke ich für die zügige Erstellung des Zweitvotums und die Befürwortung und Ermöglichung der Aufnahme meiner Arbeit in diese Schriftenreihe. Den Mitherausgebern, Herrn Prof. Dr. Karsten Schmidt und Herrn Prof. Dr. Jörn Axel Kämmerer, sei ebenfalls für die Aufnahme in diese Schriftenreihe gedankt.

Für das Dritt votum möchte ich mich bei Herrn Prof. Dr. Tim Dornis bedanken.

Besonderer Dank gilt meinen Eltern und Großeltern, die mich während des gesamten Studiums und der gesamten Promotionsphase auf verschiedenste Weise stets unterstützt und gefördert haben.

Frankfurt am Main, Februar 2017

*Christoph Wiegand*



## Inhaltsübersicht

A. Einleitende Bemerkungen .....	1
I. Problemaufriss .....	1
II. Aufbau und Struktur der Arbeit .....	5
B. Allgemeine Ausführungen zu Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements .....	9
I. Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements ...	9
II. Rechtliche Einordnung von Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements .....	60
III. Das Verhältnis von Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements zu anderen Verträgen i. S. v. § 139 BGB ...	168
IV. Abschlusszuständigkeit von Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements .....	174
V. Die Hinzuziehung eines Dritten als Garanten .....	180
C. Analyse der einzelnen Klauseln hinsichtlich ihrer Rechtmäßigkeit .....	201
I. Fiduciary out-Klauseln .....	201
II. Deal Protection-Abreden .....	203
III. Corporate Governance-Klauseln .....	235
IV. Erwerbs- und Veräußerungsbeschränkungen in IV und BCA .....	246
V. Abreden über der Gewährung/Schaffung bzw. den Bezug neuer Aktien .....	254
VI. Fehlerfolgen hinsichtlich der Verletzung der Kompetenzordnung .....	254
VII. Abschließende Bemerkungen zu der rechtlichen Untersuchung .....	273

D. Ergebnis .....	281
I. Zusammenfassung der Ergebnisse zu den allgemeinen Ausführungen zu Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements .....	281
II. Rechtliche Einordnung als schuldrechtlicher Vertrag und Bestimmung des Schuldverhältnisses im weiteren Sinne .....	283
III. Ausführungen zu dem Verhältnis der Vereinbarungen zu anderen Verträgen im Zusammenhang mit § 139 BGB und zu der Abschlusszuständigkeit .....	286
IV. Der Garant innerhalb der Investorenvereinbarung .....	287
V. Rechtliche Untersuchung der einzelnen Regelungen .....	288
VI. Fehlerfolgen hinsichtlich der Verletzung der Kompetenzordnung ....	292
VII. Abschließende Bemerkungen .....	293
Literaturverzeichnis .....	295
Sachverzeichnis .....	309

# Inhaltsverzeichnis

A. Einleitende Bemerkungen .....	1
I. Problemaufriss .....	1
II. Aufbau und Struktur der Arbeit .....	5
B. Allgemeine Ausführungen zu Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements .....	9
I. Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements ...	9
1. Die Investorenvereinbarung in der Darstellung der gegenwärtigen Literatur .....	10
a) Der Begriff der Investorenvereinbarung .....	10
b) Gründe für den Abschluss .....	11
aa) Gründe für den Abschluss einer Investorenvereinbarung seitens des Bieters .....	11
bb) Gründe für den Abschluss einer Investorenvereinbarung seitens der Zielgesellschaft .....	13
2. Business Combination Agreements in der Darstellung der gegenwärtigen Literatur .....	16
a) Der Begriff des Business Combination Agreement .....	16
b) Gründe für den Abschluss .....	17
aa) Gründe für den Abschluss eines Business Combination Agreement seitens des Bieters .....	18
bb) Gründe für den Abschluss eines Business Combination Agreement seitens der Zielgesellschaft .....	19
3. Fallstudie der dieser Arbeit zugrundeliegenden Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements ...	19
a) Investorenvereinbarungen .....	20
aa) Schaeffler und Continental AG .....	20
bb) Pyramus S.à r. l. und D+S europe AG .....	21
cc) LDK Solar Germany Holding GmbH und sunways Aktiengesellschaft .....	24
dd) VictorianFibre Holding GmbH und Versatel AG .....	25
b) Business Combination Agreements .....	26
aa) UniCredit S. p. A. und Hypovereinsbank AG .....	26

bb) Amerigon und W. E. T. . . . . .	28
cc) NYSE Euronext und Deutsche Börse AG . . . . .	30
dd) Demag Cranes AG und Terex Industrial Holding AG . . . . .	32
ee) Daimler-Benz AG und Chrysler Corp. . . . . .	35
ff) A1-BCA . . . . .	37
gg) Alcon, Inc. und Wavelight AG . . . . .	39
hh) Deutsche Wohnen AG und GSW Immobilien AG . . . . .	40
c) Auswertung der Fallstudie und eine darauf gründende Begriffsbildung . . . . .	41
aa) Investorenvereinbarungen . . . . .	41
(1) Der Begriff der Investition . . . . .	41
(2) Der Begriff der Beteiligung . . . . .	43
(3) Anwendung auf Investorenvereinbarungen . . . . .	44
bb) Business Combination Agreements . . . . .	45
d) Zwischenergebnis . . . . .	49
4. Das Verhältnis von Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements zueinander . . . . .	49
a) Die Beteiligung als Kern – Eine Gemeinsamkeit . . . . .	50
b) Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements haben gemeinsamen Oberbegriff . . . . .	51
aa) Investorenvereinbarung als Oberbegriff . . . . .	52
bb) Der Beteiligungsvertrag als Oberbegriff . . . . .	52
(1) Der Beteiligungsvertrag . . . . .	53
(2) Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements als Unterfälle des Beteiligungsvertrags . . . . .	53
c) Zwischenergebnis . . . . .	54
5. Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements in Abgrenzung zu Aktionärs- bzw. Gesellschaftervereinbarungen . . . . .	55
a) Die Aktionärs- bzw. Gesellschaftervereinbarung . . . . .	55
b) Vergleich zwischen Investorenvereinbarungen bzw. Business Combination Agreements und Aktionärs- bzw. Gesellschaftervereinbarungen . . . . .	58
aa) Unterschiede . . . . .	58
bb) Gemeinsamkeiten . . . . .	59
c) Ergebnis und Übertragung der Rechtsgrundsätze . . . . .	60
II. <i>Rechtliche Einordnung von Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements</i> . . . . .	60
1. Vorliegen eines Organisationsvertrags oder schuldrechtlichen Vertrags? . . . . .	62
a) Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements als Organisationsverträge . . . . .	62
aa) Der Unternehmensvertrag im deutschen Aktienrecht . . . . .	62
bb) Beherrschungsvertrag, § 291 Abs. 1 AktG . . . . .	63

(1) Legaldefinition .....	63
(2) Rechtsnatur des Beherrschungsvertrags .....	63
(3) Leitungsunterstellung als Mindestinhalt .....	65
(a) Leitungsmacht, § 76 Abs. 1 AktG .....	65
(b) Enger und weiter Konzernbegriff .....	69
(c) Unterstellung der Leitungsmacht – Weisungsrecht gemäß § 308 AktG .....	69
(4) Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements als Beherrschungsverträge .....	72
(5) Zwischenergebnis .....	74
cc) Atypische Konstellationen eines Beherrschungsvertrags .....	74
(1) Der verdeckte Beherrschungsvertrag .....	75
(a) Die Rechtsprechung des LG München I zum BCA UniCredit/HVB .....	75
(b) Stellungnahme .....	77
(i) Der Teilbeherrschungsvertrag als Möglichkeit der Leitungsunterstellung .....	77
(ii) Inhaltliche Auseinandersetzung mit dem Urteil des LG München I .....	80
(c) Zwischenergebnis .....	83
(2) Zustimmungs- und Vetorechte .....	83
(3) Kein vollständiger Ausschluss des Weisungsrechts .....	86
dd) Zwischenergebnis .....	87
ee) Der Fall France Telekom/Mobilcom .....	88
ff) Die Systematik von § 291 Abs. 1 und Abs. 2 AktG .....	91
gg) Gleichordnungskonzernvertrag, §§ 291 Abs. 2, 18 Abs. 2 AktG .....	94
hh) Annahme eines Unternehmensvertrags sui generis .....	95
(1) Numerus clausus der Unternehmensverträge .....	96
(2) Was wäre wenn? .....	96
b) Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements als schuldrechtliche Verträge .....	97
aa) Begriff und Inhalt des schuldrechtlichen Vertrags .....	97
bb) Bindungswirkung .....	99
(1) Meinungsstand .....	99
(2) Stellungnahme .....	100
cc) Kern von Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements und das Vorliegen eines synallagmatischen Schuldverhältnisses, § 320 BGB .....	103
(1) Die Beteiligung als Kern .....	103
(2) Die Pflichten der Vertragsparteien im Einzelnen .....	104
(a) Hauptleistungspflichten der Parteien .....	104
(b) Nebenleistungspflichten der Parteien .....	105
(c) Nebenpflichten der Parteien .....	106

(d) Einordnung der Verpflichtungen des Garanten . . . . .	108
(3) Vollkommen oder unvollkommen zweiseitiger Vertrag? . .	109
(a) Einseitig verpflichtende Verträge . . . . .	109
(b) Unvollkommen zweiseitige Verträge . . . . .	109
(c) Vollkommen zweiseitige (gegenseitige) Verträge . . . .	110
(d) Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements als synallagmatische Verträge? . . . . .	111
dd) Rechtliche Zulässigkeit von Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements . . . . .	114
c) Zwischenergebnis . . . . .	116
2. Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements als Vertrag <i>sui generis</i> , §§ 311 Abs. 1, 241 Abs. 1 BGB . . . . .	117
3. Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements als vorvertragliches Schuldverhältnis mit primären und sekundären Pflichten . . . . .	117
a) Abgrenzung zum Letter of Intent . . . . .	118
b) Allgemeiner schuldrechtlicher Vorvertrag . . . . .	118
aa) Der Vorvertrag als Rechtsinstitut im deutschen Recht . . . . .	118
bb) Investorenvereinbarungen bzw. Business Combination Agreements als Vorverträge . . . . .	120
c) Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements als Zeichnungs(vor)verträge . . . . .	122
aa) Vorliegen von Zeichnungsverträgen . . . . .	123
(1) Der Zeichnungsvertrag im deutschen Aktienrecht . . . . .	123
(2) Anwendung auf Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements . . . . .	125
bb) Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements als Zeichnungsvorverträge . . . . .	126
(1) Der Zeichnungsvorvertrag . . . . .	126
(2) Vorliegen von Zeichnungsvorverträgen bei Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements . . . . .	128
(a) Argumente für das Vorliegen eines Zeichnungsvorvertrags . . . . .	128
(b) Gesetzliche Regelungsgrenze des § 187 Abs. 2 AktG . .	129
(c) Zwischenergebnis . . . . .	131
d) Zwischenergebnis . . . . .	131
4. Schuldverhältnis ohne primäre Leistungspflichten . . . . .	132
5. Gesellschaft bürgerlichen Rechts, § 705 BGB . . . . .	133
a) Der personalistische Charakter der Gesellschaft bürgerlichen Rechts . . . . .	133
b) Die essentialia der Gesellschaft bürgerlichen Rechts . . . . .	135

aa)	Der gemeinsame Zweck bei Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements .....	136
bb)	Verpflichtungen in Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements als gesellschaftsrechtliche Förderungspflichten .....	138
cc)	Dauerhafte Leistungserbringung geschuldet .....	139
c)	Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements als Innengesellschaften .....	140
d)	Pro-Argumente: Vorgründungsgesellschaft und weitere Indizien ..	142
e)	Kündigungsrecht der Gesellschafter, § 723 BGB .....	145
f)	Zwischenergebnis .....	147
6.	Vertrag zugunsten Dritter, § 328 Abs. 1 BGB .....	147
a)	Der echte und unechte Vertrag zugunsten Dritter .....	148
b)	Auslegungsregel und Subsumtion .....	148
aa)	Einordnung als Vertrag zugunsten Dritter im Allgemeinen .....	149
bb)	Einordnung als (unechten) Vertrag zugunsten Dritter im Besonderen .....	150
c)	Zwischenergebnis .....	151
7.	Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter .....	151
a)	Ursprünglicher Leistungsnähebegriff des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter .....	152
b)	Der erweiterte Leistungsnähebegriff. ....	153
c)	Schutzwürdiges Interesse des Schuldners .....	155
d)	Schutzbedürfnis des Dritten und Durchsetzbarkeit .....	155
e)	Zwischenergebnis .....	156
8.	Entherrschungsvertrag .....	156
a)	Entherrschende Momente in Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements .....	157
b)	Der Entherrschungsvertrag im Aktienrecht .....	158
aa)	Der Entherrschungsvertrag als Mittel der Widerlegung der Abhängigkeitsvermutung nach § 17 Abs. 2 AktG .....	158
bb)	Die Voraussetzungen der Zulässigkeit und inhaltliche Regelungen .....	160
cc)	Organzuständigkeit .....	162
dd)	Die Schwäche des Entherrschungsvertrags und die Sicherung der Vertragserfüllung .....	162
c)	Investorenvereinbarungen bzw. Business Combination Agreements als Entherrschungsverträge? .....	164
d)	Weitere Entherrschungsmöglichkeiten .....	165
9.	Auswertung der Untersuchung hinsichtlich des Schuldverhältnisses im weiteren Sinne .....	167
 <i>III. Das Verhältnis von Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements zu anderen Verträgen i. S. v. § 139 BGB ...</i>		
		168

1. Die Münchener Rechtsprechung . . . . .	168
2. Rechtliche Würdigung der Münchener Rechtsprechung . . . . .	169
a) Rechtliche Einheit der Verträge . . . . .	170
b) Weitere Anmerkungen im Allgemeinen . . . . .	173
3. Zwischenergebnis . . . . .	174
<i>IV. Abschlusszuständigkeit von Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements . . . . .</i>	<i>174</i>
1. Gesetzliche Zuständigkeiten der Hauptversammlung . . . . .	176
2. Ungeschriebene Zuständigkeit der Hauptversammlung – Holzmüller/Gelatine . . . . .	177
<i>V. Die Hinzuziehung eines Dritten als Garanten . . . . .</i>	<i>180</i>
1. Der Garant bei Investorenvereinbarungen . . . . .	181
a) Die rechtliche Stellung des Garanten . . . . .	182
b) Die Funktion und Aufgaben des Garanten . . . . .	185
c) Lediglich subsidiäres Eingreifen des Garanten . . . . .	187
aa) Funktionserfüllung des Garanten als Verstoß gegen § 76 Abs. 1 AktG (Entäußerung der Leitungsmacht) . . . . .	187
(1) Entäußerung der Leitungsmacht . . . . .	187
(2) Die Delegation im Rahmen der Leitungsmacht . . . . .	188
(3) Gedanken zum Garant . . . . .	189
bb) Actio pro socio als Rechtsgrundlage zum Eingreifen seitens des Garanten . . . . .	190
(1) Die actio pro socio als subsidiäres Klagerecht jedes Gesellschafters . . . . .	191
(2) Anwendbarkeit der actio pro socio bei Innengesellschaften . . . . .	192
(3) Das Geltendmachen eines eigenen oder fremden Rechts im eigenen Namen? . . . . .	193
d) Der Garant als Aktionär der Zielgesellschaft? . . . . .	195
aa) Interessenkollisionen . . . . .	195
bb) Aktienrechtlicher Gleichbehandlungsgrundsatz, § 53a AktG . . . . .	196
e) Zwischenergebnis . . . . .	198
2. Die Benennung eines Garanten bei Business Combination Agreements . . . . .	198
 C. Analyse der einzelnen Klauseln hinsichtlich ihrer Rechtmäßigkeit . . . . .	 201
<i>I. Fiduciary out-Klauseln . . . . .</i>	<i>201</i>
<i>II. Deal Protection-Abreden . . . . .</i>	<i>203</i>
1. Board Recommendation-Klauseln . . . . .	204
a) Stellungnahme des Vorstands der Zielgesellschaft, § 27 WpÜG . . . . .	205
aa) Sinn und Zweck sowie Inhalt der begründeten Stellungnahme . . . . .	205
bb) Transparenz- und Objektivitätsgebot . . . . .	206

b)	Rechtliche Bewertung von Board Recommendation-Klauseln . . . . .	207
aa)	Verstoß gegen das Transparenzgebot . . . . .	207
bb)	Heilung des Verstoßes durch Veröffentlichung der Verpflichtung . . . . .	209
cc)	Business Judgement Rule, § 93 Abs. 1 S. 2 AktG . . . . .	210
(1)	Die Unternehmerische Entscheidung: Zukunftsprognosen und -einschätzungen . . . . .	211
(2)	Angemessene Information als Entscheidungsgrundlage . . . . .	211
(3)	Freie Entscheidung ohne Interessenkonflikte und Eigennutz . . . . .	212
dd)	Verstoß gegen das Verbot der Vorwegbindung, § 76 Abs. 1 AktG . . . . .	213
c)	Zwischenergebnis . . . . .	216
2.	Exklusivitätsvereinbarungen bzgl. der Transaktion . . . . .	216
a)	No shop-Klauseln . . . . .	216
b)	No talk-Klauseln . . . . .	217
3.	<i>Break-up fee</i> -Klauseln . . . . .	218
a)	Begriff und Anwendungsbereiche . . . . .	218
b)	Rechtliche Qualifizierung . . . . .	220
c)	Rechtliche Zulässigkeit von <i>break-up fees</i> . . . . .	220
d)	Zwischenergebnis . . . . .	223
4.	Verhaltenspflichten/Zustimmungs(vorbehalts)- und Vetorechte . . . . .	223
a)	Die Rechtsprechung des LG München I und des OLG München zum <i>BCA Amerigon/W. E. T.</i> . . . . .	223
b)	Rechtliche Zulässigkeit von Verhaltenspflichten/ Zustimmungs(vorbehalts)- und Vetorechten . . . . .	224
aa)	Maßnahmen der Verwaltung nur mit Zustimmung des Bieters . . . . .	225
bb)	Maßnahmen des Bieters nur mit Zustimmung der Verwaltung . . . . .	227
(1)	Verbot mit Wirkung nur bis Vollzug/Bieter ist kein Aktionär der Zielgesellschaft . . . . .	228
(2)	Verbot mit Wirkung über Vollzug hinaus für gesamte Laufzeit/Innehaben der Aktionärsstellung . . . . .	229
(a)	Umfang der verbotenen Abreden . . . . .	229
(i)	Nur offene Vereinbarungen sind von § 136 Abs. 2 AktG erfasst . . . . .	230
(ii)	Auch konkrete Stimmbindungen fallen unter die Vorschrift . . . . .	230
(iii)	Stellungnahme . . . . .	231
(b)	Umfang des § 136 Abs. 2 AktG (2): Stimmverzicht . . . . .	233
(c)	Rechtmäßigkeit der Maßnahmenkataloge . . . . .	235
III.	<i>Corporate Governance-Klauseln</i> . . . . .	235
1.	Rechtmäßigkeit der klassischen <i>Corporate Governance</i> -Abreden . . . . .	237
a)	Grundsatz der Wahlfreiheit, § 101 Abs. 1 S. 1 AktG . . . . .	237

aa) Amtsniederlegung .....	237
bb) Rechtliche Bewertung der Corporate Governance-Klauseln in Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements .....	239
b) Einwirkungs- und Bemühensverpflichtungen .....	240
c) Gerichtliche Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern, § 104 AktG ..	242
2. Weitere Regelungen im Zusammenhang mit Corporate Governance-Klauseln .....	245
<i>IV. Erwerbs- und Veräußerungsbeschränkungen in IV und BCA</i> .....	246
1. Allgemeine Zulässigkeit von Veräußerungsbeschränkungen .....	247
a) Neutralitätspflicht des Vorstands hinsichtlich der Zusammensetzung des Aktionärskreises .....	247
b) Rechtliche Zulässigkeit schuldrechtlicher Veräußerungsbeschränkungen .....	249
2. Rechtliche Untersuchung der einzelnen Vereinbarungen .....	252
a) Standstill-Verpflichtungen .....	252
b) Lock up-Verpflichtung .....	253
c) Vorschlagsrecht zugunsten der Zielgesellschaft .....	253
3. Zwischenergebnis .....	253
<i>V. Abreden über die Gewährung/Schaffung     bzw. den Bezug neuer Aktien</i> .....	254
<i>VI. Fehlerfolgen hinsichtlich der Verletzung der Kompetenzordnung</i> ....	254
1. Unmöglichkeit, § 275 Abs. 1 BGB .....	255
2. Gesetzliches Verbot, § 134 BGB .....	257
a) Vorliegen einer Verbotsnorm i. S. d. § 134 BGB .....	257
b) Einschränkung der Gestaltungs- oder Verfügungsmacht .....	258
c) Rechtsfolge bei Verstoß gegen ein Verbotsgesetz .....	259
3. Unmöglichkeit oder Nichtigkeit als Fehlerfolge für die Verletzung der Kompetenzordnung? .....	260
a) Verhältnis von § 134 BGB zu § 275 Abs. 1 BGB .....	260
b) § 23 Abs. 5 AktG als Verbotsgesetz i. S. d. § 134 BGB? .....	262
c) § 76 Abs. 1 AktG als Verbotsgesetz i. S. d. § 134 BGB? .....	264
d) Verhältnis zwischen § 177 BGB und § 275 BGB .....	268
e) Zwischenergebnis .....	271
4. Folgen für die weiteren Klauseln, § 139 BGB .....	271
<i>VII. Abschließende Bemerkungen zu der rechtlichen Untersuchung</i> .....	273
1. Von der praktischen Bedeutung und von leeren Hüllen .....	273
2. Revidieren der Ausführungen zur rechtlichen Verbindlichkeit? .....	274
a) Salvatorische Klausel und § 139 BGB .....	275
b) Argumentum § 705 BGB .....	276
3. Zuwiderhandeln gegen den Geist der Vereinbarung durch den Bieter ..	277
a) Gesellschaftsrechtliche Treupflicht .....	277

b) Venire contra factum proprium, § 242 BGB . . . . .	278
4. Zwischenergebnis . . . . .	280
D. Ergebnis . . . . .	281
I. Zusammenfassung der Ergebnisse zu den allgemeinen Ausführungen zu Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements . . . . .	281
II. Rechtliche Einordnung als schuldrechtlicher Vertrag und Bestimmung des Schuldverhältnisses im weiteren Sinne . . . . .	283
III. Ausführungen zu dem Verhältnis der Vereinbarungen zu anderen Verträgen im Zusammenhang mit § 139 BGB und zu der Abschlusszuständigkeit . . . . .	286
IV. Der Garant innerhalb der Investorenvereinbarung . . . . .	287
V. Rechtliche Untersuchung der einzelnen Regelungen . . . . .	288
VI. Fehlerfolgen hinsichtlich der Verletzung der Kompetenzordnung . . . . .	292
VII. Abschließende Bemerkungen . . . . .	293
Literaturverzeichnis . . . . .	295
Sachverzeichnis . . . . .	309



## A. Einleitende Bemerkungen

### I. Problemaufriss

Es soll angenommen werden, Griechenland würde sich in einem Vertrag mit seinen Gläubigern verpflichten, dass die Gläubiger darüber entscheiden könnten, wer als Regierungschef die Geschicke des Landes lenken soll (womöglich nach dem Interesse der Gläubiger). Die Frage, die sich zumindest jedem Staatsrechtler stellt, dürfte sein: Könnte sich Griechenland in einem Vertrag mit seinen Gläubigern wirksam verpflichten, in den nächsten Jahren einen bestimmten Regierungschef zu haben (z. B. Samaras) oder nicht zu haben (z. B. Tsipras), obwohl die Regierung vom Parlament nach freien Wahlen gebildet wird?<sup>1</sup>

Der Staatsrechtler müsste zu dem Ergebnis kommen, dass dies in keinem Fall möglich wäre. Die diesen Vertrag unterschreibende Partei kann nicht einfach vertraglich die Leitungsmacht bzw. die Parlamentshoheit einem Dritten (Privaten) übertragen und somit die Verfassung des Staates aushebeln. Auch wenn man dieses Beispiel auf die Bundesrepublik Deutschland anwenden würde, so dürfte man zu dem gleichen Ergebnis kommen. Die Bundesregierung kann ihre Leitungsmacht und schon überhaupt nicht die Parlamentshoheit, über die sie nicht verfügen kann, einem Dritten übertragen und somit die Bundesrepublik Deutschland der Leitung seiner Gläubiger unterstellen.

Die sich im Anschluss daran stellende Frage ist, ob das, was für eine Körperschaft des Öffentlichen Rechts gilt, auch auf eine privatrechtliche Körperschaft Anwendung findet. Auch für privatrechtliche Körperschaften, wie die Aktiengesellschaft, sind gesetzliche Regeln vorhanden, die die Verfassung einer solchen Aktiengesellschaft (namentlich die Satzung) festschreiben und bestimmen, wer welche Kompetenzen und die Leitungsmacht besitzt. Die Aktiengesellschaft besitzt drei Organe, zwischen denen die Kompetenzen im dualistischen System aufgeteilt sind.<sup>2</sup> Wenn man die Aktiengesellschaft als repräsentative Demokratie mit Gewaltenteilung ansehen würde, dann wäre die Hauptversammlung das „Parlament“, in dem die Willensprozesse der Aktionäre als „Parlamentarier“ stattfinden.<sup>3</sup> In diesem Zusammenhang kommt

---

<sup>1</sup> Die Frage auch stellend, *Schall*, in: Übernahme- und Kapitalmarktrecht, S. 75, 90.

<sup>2</sup> Hüffer, AktG, § 76 Rn. 5.

<sup>3</sup> *Becker/Horn*, JuS 2005, 1067 f.

der Hauptversammlung die Kompetenz der Beschlussfassung in Gesellschaftsangelegenheiten wesentlicher Art (§ 119 Abs. 1 AktG) und dem Aufsichtsrat grundsätzlich die Überwachung des Vorstands (§ 111 AktG) sowie die gerichtliche und außergerichtliche Vertretung gegenüber dem Vorstand (§ 112 AktG) zu. Die Geschäftsführung, Leitungsmacht und Leitungshoheit innerhalb dieses Kompetenzgefüges liegen ausschließlich bei dem Vorstand (§ 76 Abs. 1, § 77 AktG), der die Aktiengesellschaft auch gerichtlich und außergerichtlich vertritt (§ 78 AktG).<sup>4</sup> Vor diesem Hintergrund wirkt die soeben gestellte Frage auf den ersten Blick absurd.

Allerdings werden Vereinbarungen in der Fusions- und Beteiligungspraxis geschlossen, die zumindest vermuten lassen, dass dieses Szenario mittlerweile Realität geworden ist. In Vorbereitung einer gesellschafts- oder kapitalmarktrechtlichen Transaktion werden immer häufiger Vereinbarungen zwischen dem Investor bzw. Bieter und der Zielgesellschaft geschlossen, die grundsätzlich erst einmal strategische Ziele, die mit der Beteiligung bzw. dem Zusammenschluss erreicht werden sollen, oder organisatorische Fragen der Transaktion, um eine reibungslose Durchführung dieser zu gewährleisten, beinhalten. Eine spezifische Form solcher Vereinbarungen werden Investorenvereinbarungen (nachfolgend „IV“) oder Business Combination Agreements (nachfolgend „BCA“) genannt. Sie werden allgemein als schuldrechtliche Vereinbarungen verstanden, welche zwischen der Zielgesellschaft und dem zukünftigen Investor geschlossen werden und die Bedingungen und strategischen Ziele eines Unternehmenszusammenschlusses von Kapitalgesellschaften oder einer Beteiligung an solchen im Vorfeld verbindlich strukturieren und festschreiben.<sup>5</sup> Zusammenfassend und vereinfacht dargestellt, beinhalten IV und BCA Abreden zwischen der Verwaltung der Zielgesellschaft und der übernehmenden Gesellschaft bzw. dem Investor über die Organisationsstruktur der neuen Gesellschaft bzw. der Gesellschaft nach der Transaktion, aber auch beabsichtigte Beteiligungs- und Umtauschverhältnisse, Satzungsregelungen der neuen Gesellschaft oder neue Satzungsregelungen, die Firma, Sitz der Gesellschaft und Unternehmensgegenstand sowie Eckpunkte des Übernahmeverfahrens.<sup>6</sup>

Soweit scheinen diese Vereinbarungen rechtlich nicht problematisch zu sein. Jedoch gehen die inhaltlichen Abreden noch einen Schritt weiter. Es werden Vereinbarungen getroffen, die dem Bieter oder der Zielgesellschaft Entscheidungsbefugnisse hinsichtlich bestimmter festgelegter Maßnahmen den anderen Vertragspartner betreffend einräumen. Die hieran unmittelbar anknüpfende Frage kann nur lauten, inwiefern diese Regelungen mit der sa-

---

<sup>4</sup> Siehe zu dem genauen Regelungsinhalt unten B. II. 1. a) bb) (3) (a) und zu dem Verbot der Entäußerung der Leitungsmacht B. V. 1. c) aa) (1).

<sup>5</sup> *Schall*, in: *Übernahme- und Kapitalmarktrecht*, S. 75; *Seibt*, in: *Übernahme- und Kapitalmarktrecht*, S. 105, 108. Siehe zu den jeweiligen Begrifflichkeiten B. I.

<sup>6</sup> Ausführlicher zu dem Inhalt solcher Vereinbarungen, siehe B. I. 3.

krosankten Stellung des Vorstands als Leitungsorgan der Aktiengesellschaft kompatibel sind. Möglicherweise, und dies wird zu untersuchen sein, könnte gegen dieses Prinzip verstoßen werden, wozu auch das Verbot der Veräußerung der Leitungsmacht gehört. Darüber hinaus wird die dieser Arbeit zugrunde liegende Fallstudie ergeben, dass in besagten Vereinbarungen auch *Deal Protection*-Abreden geschlossen werden. Hierzu gehören u. a. die Verpflichtung einer positiven Stellungnahme im Rahmen des § 27 WpÜG, *No shop*- und *No talk*-Klauseln, *Break-up fee*-Regelungen und festgelegte Verhaltenspflichten bzw. Zustimmungsvorbehalte. Diese Vereinbarungen sind aktien- und kapitalmarktrechtlich kritisch zu beurteilen. Das Gleiche gilt für personelle Vereinbarungen hinsichtlich der Besetzung von Vorstand und Aufsichtsrat, die häufig in solchen Vereinbarungen geregelt werden. Hier ist genau zu untersuchen, inwiefern solche Abreden die Personalkompetenzen innerhalb der Aktiengesellschaft aushebeln und daher unwirksam sein können. Des Weiteren können dem Kanon an Regelungen Erwerbs- und Veräußerungsbeschränkungen, wie *Standstill*- oder *Lock up*-Verpflichtungen, hinzugeschrieben werden. In diesem Zusammenhang kann problematisch sein, dass der Vorstand mit solchen Vereinbarungen im Allgemeinen und mit solchen Regelungen im Besonderen aktiv die Zusammensetzung des Aktionärskreises beeinflusst und somit möglicherweise gegen seine Neutralitätspflicht verstößt. Auch die rechtliche Zulässigkeit schuldrechtlicher Veräußerungsbeschränkungen ist zu beachten.

Diese Vereinbarungen gewinnen in der heutigen Praxis eine immer größere und wichtigere Bedeutung, sei es im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmen, Fusionen oder anderen Formen des Beteiligungserwerbs.<sup>7</sup> Bei vielen namhaften Transaktionen der Vergangenheit ist bekannt geworden, dass IV bzw. BCA im Vorfeld vereinbart worden sind. Es kann davon ausgegangen werden, dass darüber hinaus noch weitere abgeschlossen worden sind, deren Zustandekommen aber nicht veröffentlicht worden ist.

Beispielhaft<sup>8</sup> zu nennen sind für BCA der letzten Jahre diejenigen zwischen W. E. T. Automotive Systems AG, Amerigon Inc. und Amerigon Europe GmbH (2011), Demag Cranes AG und Terex Industrial Holding AG (2011), bwin Interactive Entertainment AG und PartyGaming PLC (2010), NTT Communications Corp. und Integralis AG (2009), Agennix Inc. und GPC Biotech AG (2009), UCB S. A. und Schwarz Pharma AG (2006), UniCredit S. p. A. und Bayerischer HypoVereinsbank AG (2005), Rhône-Poulenc S. A. und Hoechst AG (1999) sowie Daimler-Benz AG und Chrysler Corp. (1998). Als Beispiele für getroffene IV sind diejenigen zwischen TKH Technologie Deutschland und Augusta (2012), Sunways und LDK Germany Holding (2011), VictorianVibre Holding

---

<sup>7</sup> *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195; *Kiem*, AG 2009, 301, 301, 312; *Reichert/Ott*, in: FS Goette, S. 397; *Bruse*, in: Müller-Stewens/Kunisch/Binder, M&A, S. 564, 565, 574.

<sup>8</sup> Siehe eine ausführliche Auflistung bei *Seibt*, in: Übernahme- und Kapitalmarktrecht, S. 105, 111 ff.

(KKR) und Versatel (2011), Apollo und Infineon (2009), Schaeffler und Continental AG (2008) sowie Apax und D+S Europe (2008) zu nennen.

In diesem Zusammenhang kann eine außerordentliche Praxisrelevanz nicht geleugnet werden.<sup>9</sup> Diese Vereinbarungen werfen jedoch einige nicht unerhebliche Rechtsfragen auf.<sup>10</sup> Zu den soeben aufgeworfenen Fragen tritt die grundsätzliche Ungeklärtheit, ob es sich bei solchen Vereinbarungen tatsächlich, wie so häufig vertreten, um schuldrechtliche Vereinbarungen handelt oder gerade aufgrund der teilweise beträchtlich eingeräumten Einflussmöglichkeiten nicht doch ein organisationsrechtliches Vertragsverhältnis gegeben ist. Wenn es sich um schuldrechtliche Vereinbarungen handeln sollte, so wird bisher die Frage in der juristischen Literatur nicht eindeutig beantwortet, zumeist nicht angesprochen, welches schuldvertragliche Verhältnis *in concreto* im Ergebnis bei solchen Vereinbarungen vorliegt.

Die häufige Anwendung solcher Vereinbarungen verstärkt sodann die Problematik der dadurch auftretenden Rechtsunsicherheit für die Vertragsparteien. Daher verwundert es umso mehr, dass auf der rechtlichen Seite viele ungeklärte Fragen existieren,<sup>11</sup> obwohl bei großen Transaktionen der näheren Vergangenheit auf solche Vereinbarungen zurückgegriffen worden ist. Die vielfache Verwendung verstärkt die Problematik, dass die Klauseln von IV und BCA inhaltlich anscheinend teilweise so exzessiv gestaltet werden, dass sie an den zentralen Prinzipien und zwingenden inhaltlichen Grenzen des Aktienrechts rütteln.<sup>12</sup> Diese bilden auch zugleich den Prüfungsmaßstab, anhand dessen die Zulässigkeit und Wirksamkeit von IV und BCA zu messen sind. Namentlich handelt es sich (z. B.) um die Unveräußerlichkeit der Leitungsmacht (§ 76 Abs. 1 AktG), die finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs (§ 71a AktG), das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot (§ 53a AktG), das Verpflichtungsverbot bei Kapitalerhöhungen (§ 187 Abs. 2 AktG), das Verbot der gebundenen Aktien (§ 136 Abs. 2 AktG), die inhaltliche Grenzen der Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrats der Zielgesellschaft (§ 27 WpÜG) oder die Neutralitätspflicht des Vorstands.<sup>13</sup> Durch diese Prinzipien sind der freien Vertragsgestaltung als Ausfluss der Privatautonomie Grenzen gesetzt.<sup>14</sup> Daher ist bereits zu Recht angemahnt worden, dass eine wissenschaftliche Analyse der IV und BCA dringend notwendig erscheine, gerade deren Zulässigkeit betreffend.<sup>15</sup>

<sup>9</sup> So auch *Hippeli/Diesing*, AG 2015, 185, 195.

<sup>10</sup> *Kiem*, AG 2009, 301; *Reichert/Ott*, in: FS Goette, S. 397, 398.

<sup>11</sup> Vgl. *Reichert/Ott*, in: FS Goette, S. 397, 411; *Kiem*, AG 2009, 301.

<sup>12</sup> *Reichert/Ott*, in: FS Goette, S. 397, 399.

<sup>13</sup> Diesen Prüfungsmaßstab auch ansetzend, *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 558; *Schall*, in: Übernahme- und Kapitalmarktrecht, S. 75, 90; *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195, 199; *Seibt*, in: Übernahme- und Kapitalmarktrecht, S. 105, 119 f.

<sup>14</sup> *Reichert/Ott*, in: FS Goette, S. 397, 398; vgl. *Weber-Rey/Reps*, ZGR 2013, 597, 619.

<sup>15</sup> *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195.

Darüber hinaus werden IV, aber verstärkt BCA in der Rechtsprechung der jüngeren Zeit thematisiert.<sup>16</sup> Aber auch diese bisher ergangenen Urteile bzw. Beschlüsse und die dazu veröffentlichte Literatur haben bis dato die aufgeworfenen Rechtsfragen nicht eindeutig lösen können,<sup>17</sup> sondern diese lediglich fragmentarisch behandelt. Die ergangenen Urteile sind eher mit Vorsicht zu genießen und bedürfen einer näheren Begutachtung. Eine solche fragmentarische Behandlung betrifft beispielsweise die schon oben aufgeworfene Frage, welches Schuldverhältnis bzw. welche Vertragsart mit den vorliegend zu untersuchenden Vereinbarungen gegeben ist. Das Landgericht München I hat in einer Entscheidung angenommen, dass es sich bei dem ihm vorgelegten BCA um einen (verdeckten) Beherrschungsvertrag handele.<sup>18</sup> *Seibt* hingegen schließt das Vorliegen von Unternehmensverträgen i. S. v. §§ 291 ff. AktG sowie einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts (§ 705 BGB) ohne ausführliche Begründung aus.<sup>19</sup> *Decher* sieht in den Entscheidungen den Auslöser „zu erheblicher Verunsicherung“, sodass vor dem Abschluss zurückgeschreckt werde.<sup>20</sup> Einen gelungenen Aufriss dahingehend gelingt jedoch *Schall* mit seiner ersten Analyse dieser Problematik.<sup>21</sup>

## II. Aufbau und Struktur der Arbeit

Die vorliegende Arbeit möchte zu einigen der bestehenden Fragen Lösungsansätze präsentieren. Hierzu bedarf es der Einteilung dieser Arbeit in vier Teile. Diesen einleitenden Worten in Teil A schließen sich die beiden analytischen Teile B und C sowie die Darstellung des Ergebnisses (D) an. Zunächst soll in einem ersten (allgemeinen) Teil der Begriff der IV und BCA dargestellt werden. Hier soll der Fokus der Arbeit darauf gerichtet sein, inwiefern die eingangs erwähnte Definition, wie IV und BCA verstanden werden, einer näheren Untersuchung standhält. Dem schließt sich eine inhaltliche Darstellung sowie Ausführungen über die Gründe und Motive des Abschlusses solcher Vereinbarungen an. Zunächst wird die Begriffsbestimmung anhand der derzeit in der Literatur vertretenen Ansicht vorgenommen. Dieser folgt eine ausführliche Fallstudie ausgewählter IV und BCA, in der deren Inhalte und Vereinbarungen

---

<sup>16</sup> Siehe z. B. LG Hannover, ZIP 2009, 761 (Schaeffler/Continental AG); LG München I, ZIP 2008, 555 (HVB/UniCredit); OLG München, ZIP 2008, 1330 (HVB/UniCredit); LG München I, NZG 2012, 1152 (W. E. T.); OLG München, Urt. v. 14. 12. 2011 – 7 AktG 3/11, BeckRS 2012, 01119 (W. E. T.); OLG München, NZG 2013, 459 (W. E. T.).

<sup>17</sup> *Reichert/Ott*, in: FS Goette, S. 397, 411.

<sup>18</sup> LG München I, ZIP 2008, 555.

<sup>19</sup> *Seibt*, in: Übernahme- und Kapitalmarktrecht, S. 105, 109.

<sup>20</sup> *Decher*, in: FS Hüffer, S. 145, 146.

<sup>21</sup> *Schall*, in: Übernahme- und Kapitalmarktrecht, S. 75, 80 ff.

zusammengefasst werden. Diese Fallstudie dient als Fundament dieser Arbeit, die sich immer wieder auf deren Auswertung beziehen wird. Unter der Zuhilfenahme der Fallstudie soll die von der Literatur aufgestellte Begriffsbestimmung besagter Vereinbarungen überprüft werden. Darüber hinaus soll untersucht werden, wie IV und BCA rechtlich einzuordnen sind, d. h. welche Vertragsart gegeben ist. Von besonderer Relevanz ist die Kategorisierung als ein organisationsrechtlicher oder ein, wie bisher angenommen, schuldrechtlicher Vertrag. Dem schließt sich bei Vorliegen eines schuldrechtlichen Vertrags die Untersuchung an, um welches Schuldverhältnis im weiteren Sinn es sich genau handelt. In diesem Zusammenhang kommt es auch darauf an, herauszuarbeiten, welche Leistungspflichten solche Vereinbarungen beinhalten und in welchem Verhältnis diese zueinander stehen (Stichwort: Synallagma). Außerdem soll klärend zu der Frage Stellung genommen werden, inwieweit IV und BCA eine rechtliche Bindungswirkung entfalten.

Gerade die Beantwortung dieser die Substanz der Vereinbarungen betreffenden Fragen kann jedoch nur vorgenommen werden, wenn sich diese Arbeit mit dem Kern, der diesen zugrunde liegt, auseinandersetzt. Auch der Vergleich zu ähnlichen Vereinbarungen wird in diesem Zusammenhang Thema dieser Arbeit sein (Aktionärs- bzw. Gesellschaftervereinbarung). Zuletzt wird sich der Teil B mit dem Verhältnis von IV und BCA zu anderen Verträgen (hier: Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag) unter dem Gesichtspunkt des § 139 BGB, mit der Abschlusszuständigkeit solcher Vereinbarungen und mit der Hinzuziehung eines Garanten beschäftigen.

In dem (besonderen) Teil der Dissertation (C) werden einzelne ausgewählte Klauseln aus IV und BCA analysiert und rechtlich bewertet, wie sie in der Praxis tatsächlich angewendet werden. Im Rahmen dieser Arbeit kann nur auf solche Klauseln eingegangen werden, die bzgl. ihrer rechtlichen Zulässigkeit und Wirksamkeit kritisch anzusehen sind. Darunter zählen namentlich *Deal Protection*-Abreden, wie *Board Recommendation*-Klauseln, Exklusivitätsvereinbarungen (*No shop*- und *No talk*-Klauseln), *Break-up fee*-Regelungen und Verhaltenspflichten bzw. zustimmungsbedürftige Maßnahmenkataloge, aber darüber hinaus auch Corporate Governance-Abreden sowie Erwerbs- und Veräußerungsbeschränkungen (*Standstill*- und *Lock up*-Vereinbarungen). Zuletzt wird diese Arbeit der Frage nachgehen, welche Rechtsfolge bei Gesetzesverstößen eintritt.

Dieser wissenschaftlichen Auseinandersetzung liegen die BCA zwischen UniCredit S. p. A. und der Hypovereinsbank AG (2005), Demag Cranes AG und Terex Industrial Holding AG (2011), W. E. T. und Amerigon (2011), der Daimler-Benz AG und der Chrysler Corp. (1998), der NYSE Euronext und der Deutsche Börse AG (2011) sowie ein vollständig anonymisiertes BCA zugrunde. Darüber hinaus beinhaltet diese Arbeit noch die IV zwischen Schaeffler und der Continental AG (2008), Pyramus S.à r. l. und D+S europe AG (2008),

LDK Solar Germany Holding GmbH und sunways AG (2011), VictorianFibre Holding GmbH und der Versatel AG (2011) sowie die BCA zwischen Alcon, Inc. und Wavelight AG (2007) bzw. zwischen der Deutsche Wohnen AG und der GSW Immobilien AG in Form von Zusammenfassungen aus den einschlägigen Angebotsunterlagen oder Wertpapierprospekten. Diese Vereinbarungen sind auch Gegenstand der Fallstudie. Zuletzt sind noch die neutralen Vertragsmuster aus *Seibts* Formularbuch M&A als Anschauungsbeispiele verwendet worden. Die dieser Arbeit zugrunde liegenden Verträge, Angebotsunterlagen und Wertpapierprospekte entstammen (mit Ausnahme des Wertpapierprospekts der Continental AG und des anonymisierten BCA) allesamt öffentlich und allgemein zugänglichen Quellen (veröffentlichte Gerichtsurteile und Internet).<sup>22</sup>

Diese Arbeit wird durch die eingehende Untersuchung besagter Vereinbarungen und die Auswertung der Fallstudie darlegen, dass IV und BCA einem Geschöpf unseres Planeten sehr ähnlich sind – dem Chamäleon. Es wird sich zeigen, dass solche Vereinbarungen äußerst unterschiedlich ausgestaltet sein können, angepasst an die konkrete Beteiligung/Transaktion. Hierbei bleibt im Grunde immer eine Charakteristik mit Standardregelungen als Gerüst bestehen, jedoch ändert sich die Hülle je nach Bedarf, wie die Farbe bei einem Chamäleon.

---

<sup>22</sup> Die Herkunftsnachweise der einzelnen Dokumente erfolgen im Rahmen der Fallstudie.



## B. Allgemeine Ausführungen zu Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements

Nach den vorangegangenen einleitenden Worten und der Darstellung der mit den hier zu untersuchenden Vereinbarungen einhergehenden Probleme, wird diese Arbeit in ihrem zweiten Teil (B) sich zunächst mit den Begriffen und Regelungsinhalten sowie den Abschlussgründen von IV und BCA beschäftigen (I.). Dieser Darstellung folgt unter II. einer der beiden Schwerpunkte dieser Arbeit – die Frage, wie IV und BCA rechtlich einzuordnen sind. Zunächst ist zu untersuchen, ob mit solchen Vereinbarungen schuldrechtliche oder organisationsrechtliche Verträge vorliegen. In einem weiteren Schritt wird ausgeführt, welches Schuldverhältnis im weiteren Sinn oder aber welcher organisationsrechtliche Vertrag *realiter* gegeben ist. In diesem Zusammenhang wird ebenfalls rechtlich untersucht, ob IV und BCA generell zulässig sind und was den Kern dieser Vereinbarungen darstellt.

Daran anschließend wird sich diese Arbeit der Untersuchung widmen, wie ihr Verhältnis zu weiteren, ihnen folgenden Verträgen unter der Berücksichtigung von § 139 BGB zu beurteilen ist (III.), bei welchen Organen die Abschlusszuständigkeit liegt (IV.) und wie ein hinzugezogener Garant rechtlich zu bewerten ist (V.).

### I. Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements

Die auffallende unterschiedliche Verwendung von IV und BCA in der Praxis macht es notwendig, zunächst eine begriffliche Unterscheidung zwischen beiden Begriffen vorzunehmen, um die Gemeinsamkeiten und Unterschiede untersuchen und herausarbeiten zu können.

Daher soll im Folgenden, jeweils für beide Vereinbarungsarten getrennt, der jeweilige Begriff von IV und BCA in der gegenwärtigen Literatur dargestellt werden. Hierbei soll der Fokus auf dem Anwendungsbereich der jeweiligen Vereinbarung liegen, um so möglicherweise Regelmäßigkeiten feststellen zu können. Daran anschließend beschäftigt sich dieser Abschnitt mit den Gründen, die den Bieter und die Zielgesellschaft zu dem Abschluss von IV und BCA veranlassen.

Diese Begrifflichkeiten sollen dann anhand verschiedener IV und BCA aus der Praxis überprüft werden. Hierfür wird eine Fallstudie angefertigt, in der zunächst die oben genannten Vereinbarungen inhaltlich dargestellt werden. In der Auswertung nähert sich die Arbeit unter Zuhilfenahme des Fallmaterials dem jeweiligen Begriff der IV und des BCA an, um die bisherigen Definitionen zu überprüfen, indem eine eigene Begriffsbildung versucht wird. Hierbei sollen auch genauer die Gemeinsamkeiten und Unterschiede herausgearbeitet werden.

Des Weiteren ist eine Beschäftigung mit dem Regelungsinhalt unerlässlich, um beide Vereinbarungen abgrenzen zu können, aber auch um für die weiteren Ausführungen einen Überblick über den Regelungsgehalt als solchen zu schaffen. Dies gilt insbesondere auch vor dem Hintergrund der genaueren rechtlichen Überprüfung einzelner ausgewählter („Standard“-)Klauseln in Teil C.

Zuletzt sollen eine Abgrenzung zu Gesellschaftervereinbarungen, eine Bestimmung des Kerns beider Vereinbarungen und deren Verhältnis zueinander helfen, ein vollständiges Bild dieser Vereinbarungen zu zeichnen.

## 1. Die Investorenvereinbarung in der Darstellung der gegenwärtigen Literatur

### a) Der Begriff der Investorenvereinbarung

IV, auch *Investment Agreements* genannt, sind Vereinbarungen zwischen einem oder mehreren (häufig Finanz- oder strategischen) Investoren (und zukünftigen Aktionären) und der Zielgesellschaft zum Zweck der Investition bzw. Beteiligung. Allerdings können auch zusätzlich einzelne (Groß-)Aktionäre oder sogenannte Garanten<sup>1</sup> Vertragspartei sein. Die IV dienen der Vorbereitung einer Beteiligungsübernahme.<sup>2</sup> Grundsätzlich werden in IV Aspekte und Modalitäten des Beteiligungserwerbs und die zukünftigen Rechtsverhältnisse zwischen dem Investor und der Zielgesellschaft geregelt.<sup>3</sup> Bei IV ist es üblich, dass der Eintritt eines Finanzinvestors oder eines strategischen Investors vorbereitet wird (insbesondere bei öffentlichen Übernahmen und PIPE – *Private Investment in Public Equity*). Hierbei geht es nicht darum, dass das übernommene Unternehmen in dem übernehmenden vollständig aufgeht, sondern die Zielgesellschaft bleibt weiterhin autonom bestehen, gleichzeitig wird das ursprüngliche Geschäftsmodell, inklusive Markt- und Markenauftritt, beibehalten.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Siehe zu dem Garanten ausführlich, unten B. V.

<sup>2</sup> *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195 f.; *Kiem*, AG 2009, 301; *Reichert/Ott*, in: FS Goette, S. 397; *Seibt*, in: Übernahme- und Kapitalmarktrecht, S. 105, 108 f.

<sup>3</sup> *Reichert/Ott*, in: FS Goette, S. 397; *Kiem*, AG 2009, 301, 302; *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195, 196; *Seibt*, in: *Seibt*, FB M&A, E. II. Anm. 1; vgl. auch *Schiessl*, AG 2009, 385, 391.

<sup>4</sup> Im Ganzen *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195, 196; *Seibt*, in: *Seibt*, FB M&A, E. II. Anm. 1.

IV werden meistens in Situationen geschlossen, in denen sowohl der Investor als auch die Zielgesellschaft eine Beteiligung wünschen. In solchen Fällen ist es auch durchaus möglich, dass die Zielgesellschaft der Initiator des Beteiligungserwerbs ist,<sup>5</sup> um beispielsweise einen Ankeraktionär<sup>6</sup> zu erhalten. Allerdings hat es auch schon Fälle gegeben, in denen eine Übernahmeschlacht bzw. ein Übernahmekonflikt, der im Rahmen einer feindlichen Übernahme entstanden ist, durch den Abschluss solcher Vereinbarungen beigelegt worden ist.<sup>7</sup> Daher kann die IV auch als eine letzte Chance angesehen werden, eine bisher nicht geglückte Übernahme zu retten.<sup>8</sup>

#### *b) Gründe für den Abschluss*

Obwohl es für eine Beteiligung an einem Unternehmen oder der Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots kein zwingendes Erfordernis für den vorherigen Abschluss einer IV gibt,<sup>9</sup> so sind jedoch Gründe auf beiden Seiten (sowohl auf Seiten des Bieters als auch auf denen der Zielgesellschaft) ersichtlich, die den Abschluss durchaus interessant und erstrebenswert erscheinen lassen. Bieter und Zielgesellschaft haben so in einem frühen Stadium der Transaktion die Gelegenheit, ihre Interessen zu schützen und durchzusetzen, ohne sich schon in hektischen und komplexen Verhandlungen zu befinden. Aber auch eine während des Übernahmeprozesses abgeschlossene IV kann noch zum Schutz der jeweiligen Interessen genutzt werden. In diesem Zusammenhang ist es nicht möglich, die Gründe für den Abschluss einer IV zu verallgemeinern,<sup>10</sup> da sie variieren können, abhängig von der Transaktion und deren damit verfolgten Ziele.<sup>11</sup> Allerdings lassen sich bestimmte Hauptmotive für den Abschluss von IV herausarbeiten, die in vielen Fällen von Bedeutung sind.

#### *aa) Gründe für den Abschluss einer Investorenvereinbarung seitens des Bieters*

Der Investor befindet sich in der Position, dass er sich für eine bestimmte Zielgesellschaft entschieden hat, an der er sich beteiligen bzw. die er ganz übernehmen möchte. In vielen Fällen ist der Investor noch kein Gesellschafter der

---

<sup>5</sup> Kiem, AG 2009, 301, 302.

<sup>6</sup> Siehe zu dem Begriff des Ankeraktionärs sowie zu dem gesteigerten Bedarf von Gesellschaften nach einer Stabilisierung der eigenen Aktionärsstruktur, *Weber-Rey/Reps*, ZGR 2013, 597, 602 ff.

<sup>7</sup> Kiem, AG 2009, 301; *Vaupel/Lüßmann*, GWR 2013, 77, 78; *Kiefner*, ZHR 178 (2014), 547, 567. So z. B. in den Fällen von Demag Cranes/Terex und Schaeffler/Continental AG.

<sup>8</sup> Vgl. *Kiem*, AG 2009, 301, 302; *Vaupel/Lüßmann*, GWR 2013, 77, 78.

<sup>9</sup> *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195, 196.

<sup>10</sup> *Kiem*, AG 2009, 301, 302.

<sup>11</sup> *Seibt*, in: *Seibt*, FB M&A, E. II. Anm. 1.

Zielgesellschaft, sodass er für den Erfolg seiner geplanten Beteiligung auf die Hilfe derer angewiesen ist, die den dafür notwendigen Einfluss auf die Gesellschaft und insbesondere auf deren aktuelle Gesellschafter haben. Daher hat der Investor ein gesteigertes Interesse, eine IV abzuschließen, um sich so die Unterstützung seines Angebots durch die Verwaltung der Zielgesellschaft zu sichern und das Risiko anderer Angebote zu minimieren. Eine solche wohlwollende Unterstützung erhöht signifikant die Erfolgchancen eines Übernahmeangebots und dient der Transaktionssicherheit.<sup>12</sup> Die (meist durch die begründete Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG) nach außen und insbesondere zu den eigenen Aktionären hin kommunizierte Unterstützung der Transaktion hat den erheblichen psychologischen Effekt und eine nicht zu unterschätzende Signalwirkung, dass die Verwaltung die Beteiligung des spezifischen Investors als im Unternehmensinteresse liegend erachtet und dass die Gegenleistung ihr als angemessen und fair erscheint.<sup>13</sup>

Sollte der Bieter nicht die Unterstützung der Verwaltung der Zielgesellschaft haben, so könnte dies weite Kreise ziehen. Stellen sich Arbeitnehmer oder sogar eine breite Öffentlichkeit gegen die Übernahme, so kann dies die Durchführung der Übernahme signifikant beeinträchtigen oder sogar vollständig zum Scheitern bringen.<sup>14</sup>

In diesem Zusammenhang steht auch der Wunsch des Investors, dass die Verwaltung der Zielgesellschaft jegliches Handeln unterlässt, das die Transaktion gefährden könnte.<sup>15</sup> Dieser Wunsch an Transaktionssicherheit spiegelt sich in den Gründen für den Abschluss einer IV wider.<sup>16</sup> Auch wenn der Verwaltung deutscher Zielgesellschaften nicht die Fülle der Abwehrmaßnahmen zur Verfügung steht, wie beispielsweise amerikanischen (z. B. *poison pill*, *golden shares* usw.)<sup>17</sup>, so sind doch einige wenige nach deutschem Recht möglich, um eine Übernahme zu erschweren oder sogar zu verhindern.<sup>18</sup> Solche transaktionssichernden Abreden (*deal protection*) finden z. B. mit *No shop-* und *No talk-*Abreden<sup>19</sup> Einzug in die IV, die konkurrierende Angebote minimieren.

<sup>12</sup> *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195, 196 f.; *Seibt*, in: Übernahme- und Kapitalmarktrecht, S. 105, 110; vgl. *Steinert*, Investorenvereinbarung, S. 19, 64.

<sup>13</sup> *Seibt*, in: *Seibt*, FB M&A, E. II. Anm. 1; vgl. auch *Arens*, BCA, S. 35, für den grundsätzlich von dem Abschluss eines BCA eine positive psychologische Wirkung ausgeht.

<sup>14</sup> *Dimke/Heiser*, NZG 2001, 241, 243.

<sup>15</sup> *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195, 197; *Seibt*, in: *Seibt*, FB M&A, E. II. Anm. 1; *Seibt*, in: Übernahme- und Kapitalmarktrecht, S. 105, 110.

<sup>16</sup> *Steinert*, Investorenvereinbarung, S. 65.

<sup>17</sup> Siehe zu den in den USA zulässigen Abwehrmaßnahmen bei Übernahmen nur *Armour/Skeel*, [2007] 95 Geo. L. J. 1727.

<sup>18</sup> Vgl. § 33 WpÜG; siehe auch eine Auflistung und Besprechung der möglichen Abwehrmaßnahmen bei *Krause/Pöttsch/Stephan*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 33 Rn. 88 ff. sowie die Auflistung in BT-Drs. 14/7034, S. 57 f.

<sup>19</sup> Siehe zu den Begrifflichkeiten C. II. 2.

Darüber hinaus ist der Investor sehr daran interessiert, nach der vollzogenen Übernahme oder Beteiligung (aus dessen Sicht) angemessen in der Verwaltung der Zielgesellschaft vertreten zu sein. In erster Linie dürfte eine Repräsentation im Aufsichtsrat von Interesse sein, um so in einem weiteren Schritt die Besetzung des Vorstands nach seinen Wünschen gestalten zu können. Auch ist es für den Investor unter Umständen von Interesse, die Beteiligung und somit möglicherweise auch die Vormachtstellung in der Gesellschaft längerfristig zu sichern. Für diese Zwecke wird meistens in der IV vereinbart, dass der Investor allein berechtigt ist, neue aus bereits genehmigtem Kapital unter Ausschluss des Bezugsrechts der anderen Aktionäre entstandene Aktien zu übernehmen.<sup>20</sup> Dieses Recht wird meistens mit der Verpflichtung des Vorstands kombiniert, dass dieser auf weitere Kapitalmaßnahmen verzichte, um so nicht den Aktienbestand des Investors zu verwässern.<sup>21</sup>

Gerade wenn die Beteiligung über ein öffentliches Übernahmeangebot angestrebt ist, wird es keinen Kaufvertrag geben, in dem umfassende Garantien seitens der Zielgesellschaft gewährt werden können (z. B. die Garantie, dass für die Zielgesellschaft wichtige Verträge keinen *Change of Control*-Klauseln unterliegen und dass alle erforderlichen und gesetzlich vorgeschriebenen Offenlegungspflichten ordnungsgemäß erfüllt worden sind). In dem Ausschluss dieser Rechtsunsicherheit kann ein weiterer Beweggrund für den Abschluss einer IV liegen.<sup>22</sup>

#### *bb) Gründe für den Abschluss einer Investorenvereinbarung seitens der Zielgesellschaft*

Neben wichtigen Gründen für den Bieter, eine IV im Vorfeld einer Beteiligung abzuschließen, ist es auch für die Zielgesellschaft von Bedeutung, durch eine solche Vereinbarung ihre Interessen und die ihrer *Stakeholder* zu schützen, auch über das Übernahmeverfahren hinaus. Hier hat die Zielgesellschaft noch im Vorfeld der Transaktion die Gelegenheit, den Einfluss des Investors auf die Gesellschaft nach der Transaktion zu kanalisieren und zu limitieren (so z. B. gewisse „Spielregeln“ für die Ausübung der Gesellschafterrechte aufzustellen).<sup>23</sup> Hierbei geht es im Großen und Ganzen um die Sicherung des Status quo der Zielgesellschaft.<sup>24</sup> Gerade in dem frühen Stadium einer Transaktion

---

<sup>20</sup> Angebotsunterlage der Pyramus S.à r.l. vom 14.05.2008, Ziff. 5.5.2 lit. a).

<sup>21</sup> Im Ganzen *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195, 197 f.; *Seibt*, in: Übernahme- und Kapitalmarktrecht, S. 105, 115 f., 117.

<sup>22</sup> *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195, 197 f.; *Seibt*, in: Übernahme- und Kapitalmarktrecht, S. 105, 116.

<sup>23</sup> *Seibt*, in: *Seibt*, FB M&A, E. II. Anm. 1; *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195, 198; *Kiem*, AG 2009, 301, 302, 306; *Seibt*, in: Übernahme- und Kapitalmarktrecht, S. 105, 118 f.

<sup>24</sup> Vgl. *Schall*, in: Übernahme- und Kapitalmarktrecht, S. 75, 78.