

## **Inhaltsübersicht**

Vorwort .....	5
Inhaltsübersicht .....	7
Inhaltsverzeichnis .....	9
A. Einleitung .....	19
B. Die Entwicklung im US-amerikanischen Recht .....	29
C. Pflichten nach deutschem Recht ohne die Vereinbarung von Exklusivbestimmungen.....	101
D. Allgemeine Voraussetzungen für den Abschluss von Exklusivbestimmungen.....	135
E. Einzelne Klauseln.....	233
F. Die Außenwirkung von Pflichtverletzungen .....	333
G. Zusammenfassung der Voraussetzungen.....	361
Literaturverzeichnis .....	371
Stichwortverzeichnis .....	401

# Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung .....	19
I. Der Zweck von Exklusivbestimmungen .....	22
II. Die Gefahr einer frühzeitigen Bindung .....	25
III. Untersuchungsgegenstand .....	26
B. Die Entwicklung im US-amerikanischen Recht .....	29
I. Die gerichtlichen Prüfungsmaßstäbe .....	30
1. Die traditionelle Business Judgment Rule .....	30
2. Enhanced Scrutiny-Standard .....	32
a) Der Unocal-Standard .....	34
aa) Erster Schritt: reasonableness review .....	34
bb) Zweiter Schritt: proportionality review .....	36
b) Der Revlon-Test .....	38
3. Der Entire Fairness-Test .....	40
II. Die Voraussetzungen einzelner Exklusivvereinbarungen .....	40
1. Die Pflicht zur Abgabe einer Stellungnahme bestimmten Inhalts .....	40
a) Der Inhalt der Klausel .....	40
b) Die Unzulässigkeit einer umfassenden Bindung .....	42
2. Die Pflicht zur Vorlage des Verschmelzungsvertrags .....	43
3. No-talk- und no-shop-Klauseln .....	44
a) Der Inhalt der Klauseln .....	44
b) Die Behandlung von no-shop- und no-talk-Klauseln in der Rechtsprechung .....	46
aa) No-shop- und no-talk-Klauseln im Revlon-Land .....	46
bb) No-talk- und no-shop-Klauseln außerhalb des Revlon- Lands .....	47
4. Lock-up-Vereinbarungen .....	50
a) Asset option lock-up-Vereinbarungen .....	50
aa) Der Inhalt der Klausel .....	50
bb) Die Behandlung von asset option lock-ups in der Rechtsprechung .....	51
b) Stock option lock-up-Vereinbarungen .....	52
aa) Der Inhalt der Klausel .....	52
bb) Die Behandlung von stock option lock-ups in der Rechtsprechung .....	52
c) Break-up fee-Vereinbarungen .....	54
aa) Der Inhalt der Klausel .....	54

bb) Die Behandlung von break-up fees in der Rechtsprechung.....	56
(1) Die traditionelle Business Judgment Rule .....	56
(2) Der Prozentzahlenansatz .....	56
(3) Der liquidated damages-Test .....	58
5. Stimmrechtsbindungsverträge (sog. shareholder lock-ups) .....	60
a) Der Inhalt der Klausel .....	60
b) Die Behandlung von Stimmrechtsbindungsverträgen in der Rechtsprechung .....	60
aa) ACE Limited v. Capital Re Corporation.....	61
bb) Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc .....	61
(1) Der Sachverhalt der Entscheidung.....	62
(2) Die Mehrheitsentscheidung des Gerichts .....	63
(3) Der Dissens von Chief Justice Veasey und Justice Steele .....	64
(4) Die Kritik in Literatur und Praxis .....	65
(a) Nachteile für die Zielgesellschaft.....	66
(b) Fehlende Flexibilität und höhere agency costs durch das Pauschalverbot.....	67
(c) Minderheitenschutz.....	69
cc) Orman v. Cullman .....	70
(1) Der Sachverhalt .....	70
(2) Die Entscheidung des Gerichts .....	71
(3) Reaktionen in Literatur und Praxis .....	72
III. Die Diskussion in der US-amerikanischen Literatur .....	72
I. Der gerichtliche Überprüfungsmaßstab .....	73
a) Der Interessenkonflikt zwischen directors und Anteilseignern.....	74
aa) Unterscheidung zwischen ausschließlich und nicht ausschließlich wirkenden lock-ups .....	75
(1) „supra-expectancy“ lock-ups .....	76
(2) Festsetzen eines Grenzwertes .....	78
(3) Uneingeschränkte Zulässigkeit von lock-ups.....	78
(4) Unterscheidung zwischen Erstbieter- und Zweitbieter-lock-ups .....	79
bb) Entscheidungen in der letzten Stunde.....	80
b) Exklusivvereinbarungen als Abwehrmaßnahmen .....	83
c) Schutz der Entscheidungsfreiheit der Anteilseigner.....	84
d) Die Gerichte als richtiger Entscheidungsträger .....	85

e) Prozessorientierter Ansatz zur Überprüfung von Exklusivvereinbarungen.....	87
f) Stellungnahme.....	89
2. Das Spannungsverhältnis zwischen Vertrags- und Gesellschaftsrecht.....	90
a) Pflichtverletzungen im Revlon-Land.....	91
aa) Rechtsprechung: Vorrang des Gesellschaftsrechts.....	91
bb) Ein Vergleich zu anderen Vertragsstörungen .....	91
(1) Die Behandlung von Mängel bei Verträgen im Allgemeinen.....	91
(2) Die Verletzung von Treupflichten als Mangel von Exklusivvereinbarungen.....	93
b) Pflichtverletzungen außerhalb des Revlon-Lands.....	95
aa) Rechtsprechung: Vorrang des Gesellschaftsrechts.....	95
bb) Die Wohlfahrt der Gesellschafter als entscheidendes Kriterium .....	96
c) Stellungnahme .....	97
C. Ohne Exklusivvereinbarungen bestehende Pflichten .....	101
I. Ansprüche beim Abschluss eines Verschmelzungsvertrags .....	101
1. Verhandlungsphase: Ansprüche wegen Verschuldens bei Vertragsverhandlungen.....	101
a) Das Entstehen eines vorvertraglichen Schuldverhältnisses ...	101
b) Pflichten aufgrund des vorvertraglichen Schuldverhältnisses.....	104
aa) Die Pflicht zur Stellungnahme eines bestimmten Inhalts	105
bb) Die Pflicht zur Vorlage des Verschmelzungsvertrags.....	105
cc) Die Pflicht, nicht aktiv nach weiteren Bietern zu suchen und keine Verhandlungen mit anderen Bietern zu führen	107
dd) Die Pflicht, die Aufwendungen der anderen Seite zu tragen.....	111
ee) Die Pflicht, Vertragsverhandlungen nicht abubrechen ..	111
(1) Die Haftung wegen vorgetäuschter Abschlussbereitschaft .....	112
(2) Haftung bei qualifiziertem Vertrauenstatbestand .....	113
(a) Das Hervorrufen eines qualifizierten Vertrauens.	115
(b) Abbruch ohne triftigen Grund.....	116
(c) Keine Haftung wegen des Abbruchs von Vertragsverhandlungen.....	118
(d) Besonderheit: Keine Haftung bei formbedürftigem Hauptvertrag .....	119

(e) Besonderheit: Zustimmungserfordernis der Aktionäre .....	121
c) Schaden, der auf der Pflichtverletzung beruht .....	124
2. Schwebephase: Ansprüche wegen Verschuldens bei Vertragsabschluss .....	125
a) Die Pflicht zur Stellungnahme eines bestimmten Inhalts .....	125
b) Die Pflicht zur Vorlage des Verschmelzungsvertrags .....	126
c) Die Pflicht, nicht aktiv nach weiteren Bietern zu suchen und keine Verhandlungen mit anderen Bietern zu führen ....	127
d) Schaden, der auf der Pflichtverletzung beruht .....	130
3. Aufwendungsersatz wegen einer Geschäftsführung ohne Auftrag .....	130
4. Aufwendungsersatz als Ausgleich einer Bereicherung .....	131
II. Ansprüche bei öffentlichen Übernahmeangeboten .....	131
III. Zwischenergebnis .....	133
D. Allgemeine Voraussetzungen .....	135
I. Die Formbedürftigkeit von Exklusivvereinbarungen .....	135
1. Die Formbedürftigkeit von Exklusivvereinbarungen als Nebenabreden .....	136
2. Die Formbedürftigkeit von Exklusivvereinbarungen im Vorfeld des Verschmelzungsvertrags .....	137
a) Die Vereinbarung im Vorvertrag .....	137
b) Die Vereinbarung in Side Letters .....	138
c) Die Vereinbarung im Entwurf des Verschmelzungsvertrags ..	139
d) Die Vereinbarung im Letter of Intent .....	139
aa) Das Formerfordernis gemäß § 6 UmwG .....	140
(1) Die mittelbare Verpflichtung zum Abschluss des Verschmelzungsvertrags .....	141
(a) Die selbständige Bedeutung der Kostenvereinbarung .....	144
(b) Die Vermutung wirtschaftlichen Zwangs .....	144
(2) Das Formerfordernis gemäß § 6 UmwG aufgrund eines mittelbaren Abschlusszwangs .....	145
(a) Der Zweck des Formerfordernisses von § 6 UmwG .....	145
(aa) Bewusstmachen der Tragweite der Entscheidung .....	147
(bb) Schutz durch Gewährleistung materieller Richtigkeit .....	147
(cc) Schutz vor Entscheidungszwang .....	148

(b) Das Formerfordernis parallel zur Haftung aus culpa in contrahendo.....	150
(3) Zwischenergebnis.....	151
bb) Die Formbedürftigkeit gemäß § 13 Abs. 3 Satz 1 UmwG.....	151
(1) Der Stimmrechtsbindungsvertrag als Vorvertrag .....	151
(a) Die Formbedürftigkeit von Vorverträgen.....	152
(b) Der Zweck des § 13 Abs. 3 UmwG.....	153
(2) Die mittelbare Verpflichtung zur Zustimmung zum Verschmelzungsvertrag.....	154
cc) Die Formbedürftigkeit gemäß § 311b Abs. 1 und Abs. 3 BGB.....	154
3. Formerfordernisse von Exklusivbestimmungen bei freundlichen Übernahmen.....	155
II. Die Zuständigkeit für den Abschluss der Klauseln.....	155
1. Zustimmungserfordernis durch die Hauptversammlung.....	156
a) Die Zuständigkeit analog §§ 13, 65 UmwG.....	157
b) Die Zuständigkeit gemäß § 119 Abs. 2 AktG.....	160
aa) Kritik der Literatur an Holzmüller.....	161
bb) Die Gelatine-Entscheidung des Bundesgerichtshofes.....	162
c) Die Zuständigkeit nach den in Gelatine fortentwickelten Grundsätzen von Holzmüller .....	163
aa) Eingriff in Mitgliedsrechte der Aktionäre.....	164
(1) Pflicht zur Stellungnahme, Vorlagepflicht, no-shop- und no-talk-Klauseln.....	165
(2) Break-up fees .....	165
(3) Stock option lock-ups.....	166
(4) Asset option lock-ups .....	167
bb) Wesentlichkeitsschwelle .....	169
d) Zustimmungserfordernis aufgrund Abwehrcharakters.....	171
e) Nachteile eines Zustimmungserfordernisses.....	172
f) Besonderheiten in der Übernahmesituation.....	173
aa) Exklusivvereinbarungen als Abwehrmaßnahmen .....	174
(1) Stellungnahme des Vorstands, no-shop- bzw. no-talk-Klauseln.....	175
(2) Lock-ups .....	176
(3) Zwischenergebnis.....	178
bb) Zustimmungsbedürftigkeit von Abwehrmaßnahmen .....	178
(1) Opt-out durch die Gesellschaft .....	179
(a) Maßnahmen eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters.....	179

(b) Suche nach einem konkurrierenden Angebot .....	180
(c) Zustimmung des Aufsichtsrats .....	181
(d) Zwischenergebnis .....	182
(2) Opt-in durch die Gesellschaft .....	182
2. Zustimmungserfordernis durch den Aufsichtsrat .....	184
a) Stellungnahme und Vorlagepflicht .....	186
b) No-shop-, no-talk- und lock-up-Klauseln .....	187
c) Besonderheiten in der Übernahmesituation .....	188
III. Bekanntmachung von Exklusivvereinbarungen .....	188
1. Exklusivvereinbarungen bei Verschmelzungen .....	189
a) Bekanntmachungs- und Informationspflichten gegenüber der Hauptversammlung .....	189
aa) Bekanntmachung des wesentlichen Inhalt des Vertrags ..	190
bb) Verschmelzungsbericht und Auslegung der Klauseln .....	192
b) Auskunftsrecht des einzelnen Aktionärs, § 131 AktG .....	194
c) Berichts- und Informationspflichten gegenüber dem Aufsichtsrat .....	196
d) Unterrichtung der Arbeitnehmer .....	197
e) Veröffentlichungs- und Meldepflichten gegenüber der Öffentlichkeit .....	198
aa) § 15 Abs. 1 WpHG – Ad-hoc-Publizität für Insiderinformationen .....	198
(1) Berechtigte Interessen an einer Verzögerung der Veröffentlichung .....	200
(2) Gewährleistung der Vertraulichkeit .....	201
bb) Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten für stock option lock-ups .....	202
cc) Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten für Stimmrechtsbindungsverträge .....	204
dd) Ergebnis .....	204
2. Exklusivbestimmungen in der Übernahmephase .....	205
a) Bekanntmachungs- und Informationspflichten gegenüber der Hauptversammlung .....	205
b) Berichts- und Informationspflichten gegenüber dem Aufsichtsrat .....	205
c) Unterrichtung der Arbeitnehmer .....	205
d) Veröffentlichungs- und Meldepflichten gegenüber der Öffentlichkeit .....	206
aa) § 15 Abs. 1 WpHG – Ad-hoc-Publizität für Insiderinformationen .....	206

bb) Ad-hoc-Publizität aufgrund von irrevocables? .....	207
cc) Veröffentlichung von irrevocables commitments in der Angebotsunterlage?.....	209
dd) Mitteilungspflichten gemäß § 23 WpÜG und §§ 21, 22 WpHG.....	210
ee) Angabe von break-up fees oder lock-ups im Lagebericht, § 289 Abs. 4 Nr. 8 HGB.....	212
ff) Ergebnis.....	213
IV. Ermessensspielraum – Gerichtlicher Prüfungsmaßstab .....	213
1. Ausübung eines Zustimmung- oder Annahmezwangs .....	214
2. Handeln im Eigeninteresse .....	215
a) Interessenkonflikt beim Abschluss von Exklusivvereinbarungen.....	216
b) Ausschluss der Business Judgment beim Abschluss von Exklusivvereinbarungen.....	219
3. Weitere Prüfungspunkte .....	221
V. Die sog. Neutralitätspflicht des Vorstands .....	221
1. Zeitlicher Anwendungsbereich des Vereitelungsverbots.....	224
2. Sachlicher Anwendungsbereich des Vereitelungsverbots .....	225
3. Rechtfertigung der Verletzung des Vereitelungsverbots .....	226
a) Die Verpflichtung des Vorstands auf das Unternehmensinteresse .....	227
b) § 33a Abs. 2 Nr. 1 WpÜG.....	229
c) § 33 Abs. 1 Satz 2 3. Var. WpÜG.....	229
aa) Wann kann das Unternehmensinteresse überwiegen? .....	230
bb) Ausübung eines Zustimmung- oder Annahmezwangs...	231
E. Einzelne Klauseln.....	233
I. Die Pflicht zur Abgabe einer Stellungnahme bestimmten Inhalts ..	233
1. Zulässigkeit der Bindung des Vorstands in der Übernahmephase .....	233
2. Zulässigkeit der Bindung des Vorstands bei Verschmelzungen	235
II. Die Pflicht zur Vorlage des Verschmelzungsvertrags.....	235
III. No-shop- und no-talk-Klauseln.....	237
1. Die Pflicht zur Suche nach konkurrierenden Angeboten.....	238
2. Die Informationspflicht des Vorstands .....	239
3. Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Bieter .....	242
a) Das kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsgebot .....	242
aa) § 3 Abs. 1 WpÜG.....	243
bb) § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG bzw. § 33a Abs. 2 WpÜG.....	244
cc) § 22 Abs. 3 WpÜG.....	245



dd) Die Konkretisierung des Gesellschaftsinteresses, § 3	
Abs. 3 WpÜG .....	246
ee) Ermessensentscheidung des Vorstands .....	248
b) Das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot .....	250
c) Gleichbehandlungsgebot aufgrund Aktionärsstellung .....	251
aa) § 131 Abs. 4 Satz 1 AktG .....	251
bb) § 53a AktG .....	252
IV. Lock-up-Vereinbarungen .....	253
1. Break-up fees .....	254
a) Rechtsnatur von break-up fee-Klauseln .....	254
aa) Pauschalierter Schadensersatz .....	255
bb) Vertragsstrafe .....	255
(1) Das unselbständige Vertragsstrafeversprechen .....	256
(2) Das selbständige Vertragsstrafeversprechen .....	256
cc) Nichtakzessorisches Garantieverprechen .....	259
dd) Verpflichtung zur unentgeltlichen Zuwendung .....	260
ee) Aufwendungsersatz im Auftragsverhältnis bzw. für eine	
Geschäftsbesorgung .....	260
ff) Zusammenfassung .....	260
b) Besondere Voraussetzungen für die Vereinbarung von	
break-up fees .....	261
aa) Angemessene break-up fees im Unternehmensinteresse .....	261
(1) Schuldrechtliche Anforderungen an angemessene	
break-up fees .....	264
(2) Entscheidungszwang durch Überschreiten der	
Kostenpauschale .....	265
(3) Höhe der break-up fee .....	268
bb) Break-up fees als verbotene finanzielle Unterstützung	
fremden Aktienerwerbs .....	271
(1) Break-up fee-Vereinbarungen mit dem	
Verschmelzungspartner .....	272
(2) Break-up fee-Vereinbarungen bei einer freundlichen	
Übernahme .....	274
(a) Funktionszusammenhang bei der Übernahme als	
Erwerbsgeschäft .....	275
(b) Funktionszusammenhang beim Parallel- und	
Vorerwerb .....	276
(3) Ergebnis .....	277
cc) Verstoß gegen § 57 AktG .....	277
(1) Aktionärsstellung im Sinne des § 57 AktG .....	278

(a) Break-up fee-Vereinbarungen mit dem Verschmelzungspartner.....	278
(b) Break-up fee-Vereinbarungen bei einer freundlichen Übernahme.....	280
(c) Zwischenergebnis .....	282
(2) Leistung nicht aus dem Bilanzgewinn .....	282
(3) Leistung zu nicht drittgleichen Bedingungen.....	283
2. Stock option lock-ups.....	285
a) Rechtsnatur von stock option lock-ups.....	285
b) Besondere Voraussetzungen für die Einräumung von stock-option lock-ups.....	287
aa) Die Zulässigkeit von naked warrants.....	288
bb) Die Gewährung von naked warrants gemäß § 221 AktG .....	291
cc) Die Voraussetzung für die Gewährung von naked warrants gemäß § 221 AktG.....	294
(1) Sachliche Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses .....	295
(2) Sachliche Rechtfertigung gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG.....	297
(a) Börsenkurs der Aktien als Vergleichsparameter ..	299
(b) Anknüpfung an die Ausgabe der Optionsrechte ..	300
(3) Besonderheiten in der Übernahmesituation .....	301
(a) Opt-in der Gesellschaft .....	302
(b) Opt-out der Gesellschaft .....	302
dd) Die Bedienung von naked warrants.....	304
(1) Bedienung mit bedingtem Kapital .....	304
(2) Bedienung mit genehmigtem Kapital.....	308
(3) Bedienung durch den Rückerwerb und die Veräußerung eigener Aktien .....	309
(a) Anwendbarkeit des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG .....	310
(b) Die Anwendbarkeit von §§ 186 Abs. 3, Abs. 4, 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG .....	312
3. Asset option lock-ups.....	314
a) Rechtsnatur von asset option lock-ups.....	314
b) Voraussetzungen für den Abschluss von asset option lock-ups.....	315
V. Vereinbarungen mit Aktionären.....	317
1. Stimmrechtsbindungsverträge .....	317
a) Die Stimmrechtsbindung gegenüber dem Verschmelzungspartner der Gesellschaft.....	319

b) Break-up fee-Vereinbarungen bei Stimmrechtsbindungsverträgen .....	324
2. Irrevocable commitments .....	325
a) Verzicht auf Individualrechte der Aktionäre .....	325
b) Irrevocables als öffentliche Aufforderung gemäß § 17 WpÜG? .....	327
c) Zulässigkeit des Verzichts auf das Rücktrittsrecht gemäß § 22 Abs. 3 WpÜG .....	328
F. Die Außenwirkung von Pflichtverletzungen .....	333
I. Verletzung der Zuständigkeit der Hauptversammlung .....	333
1. Die Zuständigkeit gemäß §§ 179, 179a AktG oder nach Holzmüller/Gelatine .....	333
a) Schwebende Unwirksamkeit aufgrund Handelns als Vertreter ohne Vertretungsmacht .....	334
b) Unwirksamkeit nach § 187 Abs. 2 AktG analog? .....	340
2. Zuständigkeit der Gesellschaft gemäß § 221 Abs. 1 AktG .....	342
3. Missbrauch der Vertretungsmacht .....	345
a) Voraussetzungen eines Missbrauchs der Vertretungsmacht ..	345
b) Rechtsfolgen des Missbrauchs der Vertretungsmacht .....	349
c) Die Lehre vom Missbrauch der Vertretungsmacht im Verhältnis zu Art. 9 Publizitätsrichtlinie .....	350
II. Verhaltenspflichten .....	352
1. Verletzung des Vereitelungsverbots, § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG .....	353
2. Das Vereitelungsverbot gemäß § 33a Abs. 2 Satz 1 WpÜG .....	357
3. Missbrauch der Vertretungsmacht .....	358
III. Ergebnis .....	359
G. Zusammenfassung der Voraussetzungen .....	361
I. Die Pflicht zur Abgabe einer Stellungnahme bestimmten Inhalts ..	361
II. Die Pflicht zur Vorlage des Verschmelzungsvertrags .....	361
III. No-shop- und no-talk-Klauseln .....	362
IV. Lock-up-Vereinbarungen .....	364
1. Break-up fees .....	365
2. Stock option lock-ups .....	367
3. Asset option lock-ups .....	368
V. Vereinbarungen mit Aktionären .....	369
VI. Ausblick .....	370