

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 380

**Tatbestands-, Schadens-
und Kausalitätsprobleme
bei Post-M&A-Streitigkeiten**

Von

Alessandra Isabel Stüttgen



Duncker & Humblot · Berlin

ALESSANDRA ISABEL STÜTTGEN

Tatbestands-, Schadens- und Kausalitätsprobleme
bei Post-M&A-Streitigkeiten

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 380

Tatbestands-, Schadens- und Kausalitätsprobleme bei Post-M&A-Streitigkeiten

Von

Alessandra Isabel Stüttgen



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät der Universität zu Köln
hat diese Arbeit im Jahre 2025 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2026 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: L101 Mediengestaltung, Fürstenwalde
Druck: Prime Rate Zrt., Budapest, Ungarn

ISSN 0582-026X
ISBN 978-3-428-19673-9 (Print)
ISBN 978-3-428-59673-7 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,
12165 Berlin, Germany | E-Mail: info@duncker-humblot.de
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

Inhaltsübersicht

Einleitung	23
Gang der Untersuchung	26

1. Kapitel

Die Bilanzgarantieverletzung 28

A. Die Garantievereinbarung als Alternative zum gesetzlichen Haftungssystem	28
I. Der Begriff der Garantie	28
II. Rechtshistorische Entwicklung von Garantievereinbarungen	29
III. Garantievereinbarungen in der unternehmenskaufrechtlichen Vertragspraxis	33
IV. Arten von Garantien im Unternehmenskaufvertrag	35
B. Die Bilanzgarantievereinbarung	37
I. Art und Inhalt der Bilanzgarantieerklärung	38
1. Garantieaussage „zweiter Ordnung“	39
2. Unsicherheitsgarantie	40
3. Objektive (harte) Bilanzgarantieerklärung	41
4. Subjektive (weiche) Bilanzgarantieerklärung	45
II. Der konkrete Hintergrund des normativ-subjektiven Fehlerbegriffs	48
1. Erste Ebene: Objektiver Verstoß des Bilanzansatzes gegen einschlägige gesetzliche Vorschriften	49
2. Zweite Ebene: Erkennbarkeit des Verstoßes seitens des Kaufmanns	93
3. Ergebnis zum konkreten Hintergrund des normativ-subjektiven Fehlerbegriffs	114

2. Kapitel

Informationspflichtverletzung 116

A. Grundlagen der Informationspflicht	117
B. Dogmatik der Informationspflichten	121
I. Regressansprüche bei Informationspflichtverletzungen	121
II. Die drei wesentlichen Fallgruppen einer Informationspflichtverletzung	124
1. Abgabe einer unzutreffenden Erklärung des Verkäufers	124
2. Unrichtige oder unvollständige Beantwortung der Fragen des Käufers	127

3. Unterlassen der Aufklärung eines offenbarungspflichtigen Umstandes	128
III. Vertragliche Offenlegungen durch den Verkäufer	132
C. Umfang der Informationspflicht bei der Durchführung einer Due Diligence	133
I. Grundlagen der Due Diligence	135
1. Funktionen der Due Diligence	137
2. Arten von Checklisten bei der Due Diligence	139
3. Informationsquellen bei der Due Diligence	140
4. Validität und Einflussnahme der Informationsquellen auf das Due Diligence Ergebnis	143
II. Gesellschaftsrechtliche Grenzen der Informationsbereitstellung für die Due Diligence	147
1. Die widerstreitenden Interessen	148
2. Beurteilung der widerstreitenden Interessen	149
3. Zulässigkeit und Grenzen der Informationspreisgabe für eine Due Diligence	150
III. Erfüllung der Informationspflicht bei M&A-Transaktionen durch das Bereitstellen von Dokumenten in einem Datenraum	156
1. Umfang der Informationspflicht beim Immobilienkaufvertrag	157
2. Umfang der Informationspflicht bei der Verwendung von Anlageprospekten	165
3. Ergebnis: Erfüllung der Informationspflicht bei M&A-Transaktionen durch das Bereitstellen von Dokumenten in einem Datenraum	171
IV. Due Diligence als Verkehrssitte	173
1. Begriff der Verkehrssitte	174
2. Due Diligence als Verkehrssitte	175
3. Auswirkungen der Verkehrssitte Due Diligence auf die Haftung des Verkäufers	186
V. Ergebnis zur Informationspflichtverletzung bei der Durchführung einer Due Diligence	190

3. Kapitel

Schadensersatz bei Bilanzgarantie- und Informationspflichtverletzungen	191
A. Problematik der Bemessung des Schadens bei Bilanzgarantie- und Informationspflichtverletzungen	191
B. Die Dogmatik des Schadensrechts	194
I. Anwendungsbereich der §§ 249 ff. BGB	194
II. Zweck und normative Erwägungen des Schadensersatzes	196
III. Die Prinzipien des Schadensersatzrechts	197
1. Totalreparation	197
2. Bereicherungsverbot	198
3. Vorrang der Naturalrestitution gegenüber der Schadenskompensation	198

IV. Die ausgleichenden Interessen	200
1. Vertrauensschaden	201
2. Erfüllungsinteresse	201
C. Schadensersatz bei Informationspflicht- und Bilanzgarantieverletzungen . . .	204
I. Schadensersatz bei der Bilanzgarantieverletzung	204
1. Inhalt und Schutzzweck der Bilanzgarantie	205
2. Art des Schadensersatzes infolge einer Bilanzgarantieverletzung	236
3. Ergebnis: Schadensersatz bei Bilanzgarantieverletzungen	270
II. Schadensersatz bei der Informationspflichtverletzung	271
1. Schutzzweck der Informationspflicht	271
2. Art des Schadensersatzes infolge einer Informationspflichtverletzung	274
3. Ergebnis: Schadensersatz bei der Informationspflichtverletzung	288

4. Kapitel

Haftungsausfüllende Kausalität 289

A. Der Begriff der haftungsausfüllenden Kausalität	289
B. Mitursächlichkeit verschiedener Faktoren und Nachweisbarkeit des Kausalzusammenhangs	290
I. Die Mitursächlichkeit verschiedener Faktoren für den Schaden	293
II. Nachweis des Kausalzusammenhangs zwischen Pflichtverletzung und Schaden	295
1. Beweiserleichterungen gemäß § 287 ZPO	295
2. Fallgruppen und normative Erwägungen der Beweislastumkehr	297
3. Beweislastumkehr bei Post-M&A-Streitigkeiten infolge einer Informationspflichtverletzung	306
4. Beweislastumkehr bei Post-M&A-Streitigkeiten infolge einer Bilanzgarantieverletzung	314
III. Ergebnis: Kausalität der Bilanzgarantie- und Informationspflichtverletzung für den Schaden	317

Zusammenfassung der Ergebnisse in Thesen 319

A. Tatbestand, Schaden und Kausalität bei Bilanzgarantieverletzungen	319
B. Tatbestand, Schaden und Kausalität bei Informationspflichtverletzungen . . .	324

Literaturverzeichnis	330
---------------------------------------	-----

Stichwortverzeichnis	351
---------------------------------------	-----

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	23
Gang der Untersuchung	26

1. Kapitel

Die Bilanzgarantieverletzung 28

A. Die Garantievereinbarung als Alternative zum gesetzlichen Haftungssystem	28
I. Der Begriff der Garantie	28
II. Rechtshistorische Entwicklung von Garantievereinbarungen	29
III. Garantievereinbarungen in der unternehmenskaufrechtlichen Vertragspraxis	33
IV. Arten von Garantien im Unternehmenskaufvertrag	35
B. Die Bilanzgarantievereinbarung	37
I. Art und Inhalt der Bilanzgarantieerklärung	38
1. Garantieaussage „zweiter Ordnung“	39
2. Unsicherheitsgarantie	40
3. Objektive (harte) Bilanzgarantieerklärung	41
4. Subjektive (weiche) Bilanzgarantieerklärung	45
II. Der konkrete Hintergrund des normativ-subjektiven Fehlerbegriffs	48
1. Erste Ebene: Objektiver Verstoß des Bilanzansatzes gegen einschlägige gesetzliche Vorschriften	49
a) Unsicherheiten bei der Bilanzierung	49
aa) Tatsächliche Unsicherheiten bei der Bilanzierung	49
bb) Rechtliche Unsicherheiten bei der Bilanzierung	51
cc) Wahlrechte und ihre Schranken	52
dd) Bilanzpolitik durch Sachverhaltsgestaltung	54
ee) Zwischenergebnis: Das bilanzielle Ergebnis ist keine objektiv feststellbare Größe	55
b) True and Fair View-Prinzip als Ausgangspunkt der Fehlerfeststellung	55
aa) Europarechtlicher Hintergrund, Systematik und Telos	57
bb) „Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Kapitalgesellschaft“	60
cc) „Tatsächliche Verhältnisse“	62
dd) Vermitteltes „Bild“	64

ee) True and Fair View-Prinzip bei tatsächlichen und rechtlichen Unsicherheiten	65
ff) Kritik an OLG Frankfurt a. M., Urt. v. 07.05.2015 – 26 U 35/12	66
gg) Zwischenergebnis: True and Fair View-Prinzip nicht rechts-sicher operationalisierbar	67
c) Untermauerung des True and Fair View-Prinzips durch den Grundsatz der Wesentlichkeit	68
aa) Der Begriff der Wesentlichkeit	68
bb) Der Grundsatz der Wesentlichkeit in der Rechnungslegung . .	69
cc) Das Kriterium der Wesentlichkeit bei der Bilanzkontrolle . . .	76
(1) Das Kriterium der Wesentlichkeit bei der Abschlussprü- fung nach § 317 Abs. 1 Satz 3 HGB	77
(2) Fehlerbegriff und Kriterium der Wesentlichkeit beim Enforcement-Verfahren	78
(a) Maßstab des Verstoßes gegen einschlägige Rech- nungslegungsvorschriften	79
(b) Wesentlichkeit des Fehlers	85
(3) Leitlinien der ESMA zur Überwachung von Finanzinfor- mationen	87
(4) Der Grundsatz der Wesentlichkeit in der US-amerikani- schen Rechnungslegung	88
dd) Zwischenergebnis: Übertragung des Grundsatzes der Wesent- lichkeit auf Bilanzgarantievereinbarungen	90
d) Ergebnis zur ersten Ebene des normativ-subjektiven Fehlerbe- griffs	92
2. Zweite Ebene: Erkennbarkeit des Verstoßes seitens des Kaufmanns	93
a) Redlichkeit des Jahresabschlusses als Ausfluss der Bilanzwahrheit	93
b) „Nach bestem Wissen“ im Sinne des § 264 Abs. 2 Satz 3 HGB . .	94
c) Entsprechende Anwendung der Business Judgement Rule	95
aa) Hintergrund der Business Judgement Rule	97
bb) Bilanzierungsentscheidung als unternehmerische Entschei- dung	98
(1) Vorliegen einer unternehmerischen Entscheidung	100
(2) Differenzierung zwischen Handlungs- und Erkenntnisbe- reich	102
(3) Legal Judgement Rule	104
(4) Accounting Judgement Rule	107
cc) Entscheidung auf Grundlage angemessener Information	109
dd) Handeln frei von Sonderinteressen und sachfremden Einflüs- sen	111
ee) Maßgeblicher Zeitpunkt für das Vorliegen der Voraussetzun- gen der Business Judgement Rule	112

ff) Zwischenergebnis: Bilanzierungsentscheidungen fallen unter die Business Judgment Rule 112

d) Ergebnis zur zweiten Ebene des normativ-subjektiven Fehlerbegriffs 113

3. Ergebnis zum konkreten Hintergrund des normativ-subjektiven Fehlerbegriffs 114

2. Kapitel

Informationspflichtverletzung 116

A. Grundlagen der Informationspflicht 117

B. Dogmatik der Informationspflichten 121

 I. Regressansprüche bei Informationspflichtverletzungen 121

 II. Die drei wesentlichen Fallgruppen einer Informationspflichtverletzung . 124

 1. Abgabe einer unzutreffenden Erklärung des Verkäufers 124

 a) Wissenserklärungen 124

 b) Positive Falschinformationen 125

 2. Unrichtige oder unvollständige Beantwortung der Fragen des Käufers 127

 3. Unterlassen der Aufklärung eines offenbarungspflichtigen Umstandes 128

 III. Vertragliche Offenlegungen durch den Verkäufer 132

C. Umfang der Informationspflicht bei der Durchführung einer Due Diligence 133

 I. Grundlagen der Due Diligence 135

 1. Funktionen der Due Diligence 137

 2. Arten von Checklisten bei der Due Diligence 139

 3. Informationsquellen bei der Due Diligence 140

 4. Validität und Einflussnahme der Informationsquellen auf das Due Diligence Ergebnis 143

 II. Gesellschaftsrechtliche Grenzen der Informationsbereitstellung für die Due Diligence 147

 1. Die widerstreitenden Interessen 148

 2. Beurteilung der widerstreitenden Interessen 149

 3. Zulässigkeit und Grenzen der Informationspreisgabe für eine Due Diligence 150

 a) Gewährung bzw. Nichtgewährung der Due Diligence bei Ermessensreduzierung auf Null 151

 b) Gewährung einer Due Diligence bei einmaliger und unwiederbringlicher unternehmerischer Chance 151

 c) Unternehmerisches Interesse vs. Schweigepflicht 152

 d) Lösungsansätze in der Praxis 154

 III. Erfüllung der Informationspflicht bei M&A-Transaktionen durch das Bereitstellen von Dokumenten in einem Datenraum 156

 1. Umfang der Informationspflicht beim Immobilienkaufvertrag 157

a)	Asbestzementplatten	157
b)	Miteingezäuntes Nachbargrundstück	159
c)	Ertragsfähigkeit eines Grundstücks	160
d)	Verschweigen einer negativen Bodenbegutachtung	161
e)	Bereitstellen von Dokumenten in einem Datenraum	162
f)	Zwischenergebnis: Informationspflichten beim Bereitstellen von Dokumenten in einem Datenraum	164
2.	Umfang der Informationspflicht bei der Verwendung von Anlage- prospekten	165
a)	Kapitalanlagebetrug nach § 264a Abs. 1 StGB	166
b)	Schadensersatz beim Kapitalanlagebetrug	167
c)	Prospekthaftung und culpa in contrahendo	168
d)	Zwischenergebnis: Umfang der Informationspflicht bei der Verwendung von Anlageprospekten	170
3.	Ergebnis: Erfüllung der Informationspflicht bei M&A-Transaktionen durch das Bereitstellen von Dokumenten in einem Datenraum	171
a)	Offenkundigkeit der Information	172
b)	Entscheidungsrelevanz der Information	172
IV.	Due Diligence als Verkehrssitte	173
1.	Begriff der Verkehrssitte	174
2.	Due Diligence als Verkehrssitte	175
a)	Herleitung über § 377 Abs. 1 HGB analog	176
b)	Geschäftsführerhaftung wegen unterlassener Due Diligence	178
c)	Due Diligence als tatsächlich geltende Verhaltensordnung	179
3.	Auswirkungen der Verkehrssitte Due Diligence auf die Haftung des Verkäufers	186
V.	Ergebnis zur Informationspflichtverletzung bei der Durchführung einer Due Diligence	190

3. Kapitel

Schadensersatz bei Bilanzgarantie- und Informationspflichtverletzungen 191

A.	Problematik der Bemessung des Schadens bei Bilanzgarantie- und Informa- tionspflichtverletzungen	191
B.	Die Dogmatik des Schadensrechts	194
I.	Anwendungsbereich der §§ 249 ff. BGB	194
II.	Zweck und normative Erwägungen des Schadensersatzes	196
III.	Die Prinzipien des Schadensersatzrechts	197
1.	Totalreparation	197
2.	Bereicherungsverbot	198
3.	Vorrang der Naturalrestitution gegenüber der Schadenskompensation 198	
a)	Die Naturalrestitution gemäß § 249 Abs. 1 BGB	199

b) Die Schadenskompensation gem. § 251 Abs. 1 BGB	200
IV. Die ausgleichenden Interessen	200
1. Vertrauensschaden	201
2. Erfüllungsinteresse	201
C. Schadensersatz bei Informationspflicht- und Bilanzgarantieverletzungen	204
I. Schadensersatz bei der Bilanzgarantieverletzung	204
1. Inhalt und Schutzzweck der Bilanzgarantie	205
a) Zwecke der Rechnungslegung	206
aa) Zahlungsbemessungs- bzw. Kapitalerhaltungsfunktion	207
bb) Kontroll-, Planungs- und Dokumentationsfunktion	207
cc) Informationsfunktion	208
dd) Bedeutung für Unternehmenstransaktionen	208
b) Zwecke der Bilanzgarantievereinbarung	209
aa) Gegenstand der Bilanzgarantievereinbarung	209
bb) Abgrenzung zur Eigenkapitalgarantie	210
cc) Absicherung des Äquivalenzinteresses	212
(1) Die Logiken hinter der Vereinbarung eines Kaufpreises	212
(a) Die Unternehmensbewertung	213
(b) Die Kaufpreisfindung	217
(2) Differenzierung von Kaufpreis und Unternehmenswert, verdeckte Käuferkalküle sowie zukünftige Unternehmensentwicklungen	221
(3) Bilanzangaben als Grundlage der Kaufpreisermittlung	224
(4) Einschränkungen durch die Art der Kaufpreisermittlung	229
(5) Zwischenergebnis: Bilanzgarantie zur Absicherung des Äquivalenzinteresses	231
dd) Bilanzgarantieerklärung als „Seriösitätsbeweis“	231
ee) Risikozuweisung	232
ff) Sicherstellung einer haftungsrechtlichen Gewährleistung	234
gg) Zwischenergebnis: Inhalt und Zweck der Bilanzgarantievereinbarung	235
2. Art des Schadensersatzes infolge einer Bilanzgarantieverletzung	236
a) Art des Schadensersatzes	236
aa) Schadensersatz im Wege der Naturalrestitution	236
(1) Rückabwicklung des Kaufvertrages	238
(2) Kaufpreisanpassung	238
(3) Bilanzauffüllung	242
(4) Bilanzberichtigung	248
(5) Nacherfüllung	249
bb) Schadensersatz im Wege der Schadenskompensation	250
(1) Entwicklung der Rechtsprechung zum Börsenwert	253
(2) Vorteil des Börsenwertes	255

(3) Schutzzweck der Bestimmung des Unternehmenswertes anhand des Börsenkurses	258
(4) Übertragbarkeit des Börsenkurses als Referenzwert für die Unternehmensbewertung	259
cc) Zwischenergebnis: Art des Schadensersatzes	262
b) Objektive oder subjektive Schadensfeststellung	264
3. Ergebnis: Schadensersatz bei Bilanzgarantieverletzungen	270
II. Schadensersatz bei der Informationspflichtverletzung	271
1. Schutzzweck der Informationspflicht	271
2. Art des Schadensersatzes infolge einer Informationspflichtverletzung	274
a) Das ersatzfähige Interesse bei einer culpa in contrahendo	274
b) Ersatz des Restvertrauensschadens als Naturalrestitution oder Wertentschädigung	276
c) Informations- und Bewertungsstichtag	277
d) Bestimmung der Höhe des Restvertrauensschadens	278
aa) Mögliche Methoden einer sach- und interessengerechten Kaufpreisanpassung	279
(1) Reduzierung des Kaufpreises um den Betrag der Unternehmenswertdifferenz	280
(2) Anpassung des Kaufpreises an den realen objektiven Unternehmenswert	282
(3) Minderung des Kaufpreises nach § 441 Abs. 3 BGB analog	283
(4) Rein subjektive Schadensberechnung aus Käufersicht	285
(5) Überproportionale Herabsetzung des Kaufpreises	286
bb) Zwischenergebnis: Mögliche Methoden einer sach- und interessengerechten Kaufpreisanpassung	286
3. Ergebnis: Schadensersatz bei der Informationspflichtverletzung	288

4. Kapitel

Haftungsausfüllende Kausalität	289
A. Der Begriff der haftungsausfüllenden Kausalität	289
B. Mitursächlichkeit verschiedener Faktoren und Nachweisbarkeit des Kausalzusammenhangs	290
I. Die Mitursächlichkeit verschiedener Faktoren für den Schaden	293
II. Nachweis des Kausalzusammenhangs zwischen Pflichtverletzung und Schaden	295
1. Beweiserleichterungen gemäß § 287 ZPO	295
2. Fallgruppen und normative Erwägungen der Beweislastumkehr	297
a) Beweislastumkehr zum Schutz vor Gefahren für Körper und Gesundheit	298

b) Beweislastumkehr bei der Verletzung von Aufklärungs- und Beratungspflichten	299
aa) Die Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens in der Rechts- sprechung	300
bb) Schutzzweck der Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens	303
cc) Legitimation der Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens	305
3. Beweislastumkehr bei Post-M&A-Streitigkeiten infolge einer Infor- mationspflichtverletzung	306
a) Typisiertes Vertrauen	307
b) Ursächlichkeit nach Lebenserfahrung	307
c) Rechtfertigung durch den Schutzzweck der Informationspflicht . .	308
d) Legitimation der Beweislastumkehr bei einer Informationspflicht- verletzung bei Post-M&A-Streitigkeiten	309
e) Einschränkungen der Legitimation der Beweislastumkehr	311
f) Zwischenergebnis: Beweislastumkehr bei Informationspflichtver- letzungen	313
4. Beweislastumkehr bei Post-M&A-Streitigkeiten infolge einer Bilanz- garantieverletzung	314
a) Typisiertes Vertrauen	314
b) Ursächlichkeit nach Lebenserfahrung	314
c) Zwischenergebnis: Keine Beweislastumkehr bei einer Bilanz- garantieverletzung	316
III. Ergebnis: Kausalität der Bilanzgarantie- und Informationspflichtverlet- zung für den Schaden	317
 Zusammenfassung der Ergebnisse in Thesen	 319
A. Tatbestand, Schaden und Kausalität bei Bilanzgarantieverletzungen	319
B. Tatbestand, Schaden und Kausalität bei Informationspflichtverletzungen . . .	324
 Literaturverzeichnis	 330
Stichwortverzeichnis	351

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Four-Step Materiality Process	72
Abbildung 2: Ziel bzw. Schwerpunkt einer Due Diligence	136
Abbildung 3: Veränderung des Vertragswerks infolge der Due Diligence	139
Abbildung 4: Art der verwendeten Checkliste	140
Abbildung 5: Vorrangige Informationsquellen	142
Abbildung 6: Validität und Einflussnahme der Dokumente aus Datenraum	143
Abbildung 7: Validität und Einflussnahme der Managementpräsentation	144
Abbildung 8: Validität und Einflussnahme öffentlicher Unternehmensinformationen	145
Abbildung 9: Validität und Einflussnahme von Mitarbeitergesprächen	145
Abbildung 10: Validität und Einflussnahme der Befragung Unternehmensexter- ner	146
Abbildung 11: Due Diligence als Verkehrssitte	181
Abbildung 12: Quote der durchgeführten Due Diligence Prüfungen	182
Abbildung 13: Art der Unternehmenstransaktion bei Durchführung einer Due Diligence	182
Abbildung 14: Überwiegende Unternehmensform des Zielunternehmens	183
Abbildung 15: Überwiegende Unternehmensform auf Käuferseite	184
Abbildung 16: Ausnahmen von der Durchführung einer Due Diligence	185
Abbildung 17: Übliche Reihenfolge einer M&A-Transaktion	218
Abbildung 18: Ziel bzw. Schwerpunkt einer Due Diligence	219
Abbildung 19: Veränderung des Vertragswerks infolge der Due Diligence	220
Abbildung 20: Veränderung des Kaufpreises infolge der Due Diligence	221
Abbildung 21: Regelmäßig angewandte Arten der Due Diligence	225

Abkürzungsverzeichnis

a. F.	alte Fassung
AktG	Aktiengesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BFH	Bundesfinanzhof
c. i. c.	culpa in contrahendo
CSRD	Corporate Sustainability Reporting Directive
EBT	Earnings before Taxes
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
ESMA	Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
EStG	Einkommensteuergesetz
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GoB	Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
FASB	Financial Accounting Standards Board
FISG	Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz
HGB	Handelsgesetzbuch
h. M.	herrschende Meinung
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
i. d. F.	in der Fassung
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IFRS	International Financial Reporting Standards
IFRS IC	IFRS Interpretations Committee
i. S. d.	im Sinne des/der
KWG	Gesetz über das Kreditwesen

M&A	Mergers & Acquisitions
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
OLG	Oberlandesgericht
Q&A	Questions and Answers
SAB	Staff Accounting Bulletin
SEA	Security Exchange Act
SEC	Securities and Exchange Commission
SFAC	Statement of Financial Accounting Concept
SFAS	Statement of Financial Accounting Standards
UCC	Uniform Commercial Code
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
USA	United States of America
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
VIAC	Vienna International Arbitral Centre
VVG	Gesetz über den Versicherungsvertrag
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz

Einleitung

„Things don't just fall into place by accident. A good dealmaker understands that it's his job to finesse things into place.“ – Anonymous –

Wenn ein Unternehmenseigner¹ die Stichtagsbilanz seines Unternehmens durchsieht, weiß er bereits, dass ihm die Zukunft – trotz derzeitiger Richtigkeit der Bilanz – u. a. Wertveränderungen von Aktiva oder eine Erhöhung der Schuldspositionen bringen kann. Aufgrund des geltenden Bilanzrechts können diese Positionen nämlich regelmäßig auch unter Berücksichtigung des Vorsichtsprinzips nach § 252 Abs. 1 Nr. 4 HGB zum Bilanzstichtag ihrer Art bzw. Höhe nach noch nicht konkret abgebildet werden. Die einzige Möglichkeit, z. B. Aufwendungen, deren Existenz oder Höhe am Abschlussstichtag noch nicht sicher ist und die erst später zu einer Auszahlung führen, dennoch der Periode der Verursachung zuzurechnen, stellt die Bildung von Rückstellungen nach § 249 I HGB dar.² Eine entsprechende Abbildungsproblematik besteht auch für positive Entwicklungen, die in der Tätigkeit des Unternehmens bereits auf eine bestimmte Weise angelegt oder erkennbar sind. So dürfen nach § 252 Abs. 1 Nr. 4 HGB Gewinne erst ausgewiesen werden, wenn sie realisiert sind. Dieser Umstand ist für den Käufer eines Unternehmens problematisch. Um daher nach einer M&A-Transaktion nicht von einem etwaigen Abschreibungs- oder Wertberichtigungsbedarf der Bilanzpositionen des Unternehmens „überrascht“ zu werden, für die jedoch z. B. entweder gar keine Reserven oder jedenfalls nicht in angemessener Höhe zurückgehalten worden sind, ist es dem Unternehmenskäufer regelmäßig ein gewichtiges Anliegen, sich die „Richtigkeit“ der Bilanz absichern zu lassen. Dazu werden vielfach sog. Bilanzgarantieklauseln in das M&A-Vertragswerk aufgenommen.

Was der oft unspezifisch formulierte Regelungsinhalt solcher Klauseln bei einer Post-M&A-Streitigkeit schadensersatzrechtlich konkret vorsieht, wird sowohl auf Tatbestands- als auch auf der Rechtsfolgenseite in der Literatur und in der Rechtsprechung kontrovers diskutiert. Dennoch gibt es aufgrund der Vorrangigkeit vor den Schiedsgerichten ausgetragenen Verfahren kaum rechts-

¹ In dieser Arbeit wird aus Gründen der besseren Lesbarkeit grundsätzlich die männliche Form verwendet. Sofern sich aus dem Zusammenhang nicht etwas anderes ergibt, sind damit selbstverständlich auch weibliche Personen und Personen weiteren Geschlechts gemeint.

² *Merkt*, in: Hopt, HGB, § 249 Rn. 1 ff.

sichere Erkenntnisse. Auf der Tatbestandsseite ist die Bestimmung des relevanten Fehlerbegriffs einschließlich seiner materiell-rechtlichen Voraussetzungen von signifikanter Bedeutung, um eine schadensrechtlich relevante Bilanzgarantieverletzung annehmen zu können. Auf der Rechtsfolgende bedarf es einer exakten Herleitung, welcher Schaden konkret entstanden ist, wie dessen Höhe bestimmt wird und wie dieser ersetzt werden kann. In diesem Zusammenhang ist wiederum als maßgebliches normatives Kriterium zu erörtern, was überhaupt der Zweck von Bilanzgarantievereinbarungen ist. Zudem stellt der Nachweis des Kausalzusammenhangs zwischen der Bilanzgarantieverletzung und dem eingetretenen Schaden den Unternehmenskäufer regelmäßig vor enorme Beweisschwierigkeiten. Schließlich stellt die Bilanz eine rückwärtsgerichtete Stichtagsaufnahme mit nur losem Bezug zur Zukunft des Unternehmens dar,³ während der für die Kaufpreisbestimmung relevante Unternehmenswert aus dem prognostizierten Zukunftserfolg des Unternehmens hergeleitet wird. Zudem unterliegt die Unternehmensbewertung vielschichtigen Erwägungen, die keineswegs immer in dem bilanzmäßig ausgewiesenen Gewinn oder Verlust ihren Niederschlag finden.

Ähnliche schadensrechtliche Problematiken ergeben sich sowohl auf der Tatbestands- als auch auf der Rechtsfolgende bei einer etwaigen Informationspflichtverletzung des Verkäufers im Vorfeld der Transaktion. Auf der Tatbestandsseite bereitet die Begründung einer Pflichtverletzung insbesondere dann Schwierigkeiten, wenn der Verkäufer Dokumente in einem Datenraum für eine Due Diligence zur Durchsicht des Käufers bereitstellt. Hier ist zunächst fraglich, welche Informationen durch den Verkäufer überhaupt herausgegeben werden dürfen. Weiter besteht Ungewissheit, inwieweit die Informationspflichten des Verkäufers bereits durch die kommentarlose Bereitstellung der Dokumente im Datenraum als erfüllt angesehen werden können. Schließlich hat der Käufer grundsätzlich die Möglichkeit, im Rahmen seiner Einsichtnahme die relevanten Informationen über das Unternehmen eigenständig durch eine gewissenhafte Prüfung dieser Dokumente in Erfahrung zu bringen. Wird sodann eine tatbestandliche Informationspflichtverletzung des Verkäufers angenommen, ist auf der Rechtsfolgende wiederum unklar, ob sich durch sie auch ein kausaler Schaden des Unternehmenskäufers begründen lässt. Hat der Unternehmenskäufer tatsächlich infolge der Informationspflichtverletzung einen zu hohen Kaufpreis für das Unternehmen gezahlt oder hätte er in Kenntnis der Information sogar gänzlich von dem Unternehmenskauf abgesehen? Wer muss derartige Handlungsalternativen beweisen?

³ *Hennrichs*, in: AG 2006, 698 (698).

In dieser Arbeit werden die aufgeworfenen Problemfelder und Fragestellungen sowohl rechtsdogmatisch als auch anhand eigenständig gewonnener praktischer Erkenntnisse aus der Rechtstatsachenforschung erörtert und anschließend beantwortet. Dazu werden auch Einblicke in einschlägige Entscheidungen der Schiedsgerichtsbarkeit gegeben und in die Diskussion einbezogen.

Gang der Untersuchung

Die Arbeit behandelt die Tatbestands-, Schadens- und Kausalitätsprobleme bei Post-M&A-Streitigkeiten in Bezug auf Bilanzgarantie- und Informationspflichtverletzungen.

Die Bearbeitung der in der Einleitung aufgeworfenen Problemfelder ist in vier Kapitel gegliedert und endet mit einer abschließenden Zusammenfassung der Thesen.

Das erste Kapitel beantwortet die Frage, wann bei einer M&A-Transaktion tatbestandlich eine Bilanzgarantieverletzung vorliegt. Es wird der relevante Fehlerbegriff anhand der gesetzlichen Dogmatik diskutiert und ermittelt.

Das zweite Kapitel widmet sich der Fragestellung, wann bei einer M&A-Transaktion tatbestandlich eine Informationspflichtverletzung vorliegt. Diese Art der Pflichtverletzung wird insbesondere bei der Gewährung einer Due Diligence relevant. Es ist bereits fraglich, nach welchem Maßstab Informationen überhaupt (im Rahmen einer Due Diligence) herausgegeben werden dürfen. Hier kollidieren regelmäßig die Schweigepflicht des Vorstands, das Unternehmensinteresse des Verkäufers und die Interessen des Unternehmenskäufers miteinander. Der Schwerpunkt der Ausarbeitung liegt sodann auf der Fragestellung, ob bzw. in welchem Umfang der Verkäufer seiner Informationspflicht nachkommen kann, wenn er für eine Due Diligence Dokumente in einem Datenraum zur Einsichtnahme durch den Käufer bereitstellt. Die Arbeit nimmt insofern eine sach- und interessengerechte Verteilung der dem Verkäufer und Käufer in diesem Zusammenhang obliegenden Pflichten vor und zieht dazu Parallelen zu den Informationspflichten bei Immobilienkäufen als auch bei der Anlageberatung. In diesem Zusammenhang wurde im Wintersemester 2022/2023 begleitend zu dieser Arbeit eine Studie zur Rechtsstatsachenforschung durchgeführt. Das Ziel der Studie war es, einen Eindruck von der Etablierung der Due Diligence und ihren Auswirkungen auf M&A-Transaktionen zu gewinnen. Die Auskünfte wurden dazu direkt bei den Informationsträgern im Sinne einer Primärdatenerhebung eingeholt. Anhand eines Online-Fragebogens wurden 50 Studienteilnehmer befragt, die Unternehmenstransaktionen durchführen bzw. fachkundig begleiten. Bei der Darstellung und Ausarbeitung der Studienergebnisse wird einheitlich von „Studienteilnehmern“ oder „Teilnehmern“ gesprochen. Die Ergebnisse der Studie sind im zweiten und dritten Kapitel dieser Arbeit eingearbeitet und an relevanter Stelle referenziert, um die gewonnenen Erkenntnisse zu validieren.

Das dritte Kapitel erörtert die Fragestellung, welcher Schaden infolge einer Bilanzgarantie- bzw. Informationspflichtverletzung beim Unternehmenskäufer eingetreten ist und in welcher Form dieser interessengerecht zu ersetzen ist. Die Darstellung erfolgt anhand der schadensrechtlichen Dogmatik unter Berücksichtigung normativer und teleologischer Einschränkungen, anhand der gewonnenen Einblicke in die (Schieds-)Gerichtbarkeit sowie unter Hinzuziehung der gewonnenen Erkenntnisse aus der durchgeführten Studie. Des Weiteren enthält das Kapitel auch Ausführungen zur Unternehmensbewertung, soweit diese für die Beantwortung der schadensrechtlichen Problematik von Relevanz sind. Die Ausführungen zur Unternehmensbewertung konzentrieren sich zum einen auf die in der Literatur und Rechtsprechung anerkannte und etablierte Ertragswertmethode. Zum anderen wird in diesem Zusammenhang auch die Anwendung des Börsenwertes zur Unternehmenswertbestimmung bei Post-M&A-Streitigkeiten diskutiert.

Das vierte Kapitel behandelt schließlich die beweisrechtliche Schwierigkeit der haftungsausfüllenden Kausalität. Die Bilanz- bzw. Informationspflichtverletzung muss nämlich für den eingetretenen Schaden auch tatsächlich kausal geworden sein. Es geht darum, gemessen an den schützenswerten Interessen der Parteien und ihren Risikosphären, eine sach- und interessengerechte Darlegungs- und Beweislastverteilung hinsichtlich dieses Nachweises zu bestimmen.

Zuletzt werden die wesentlichen Ergebnisse der Arbeit in Thesen zusammengefasst. Diese Thesen sind zum besseren Verständnis nach Bilanzgarantieverletzung und Informationspflichtverletzung unterteilt. Die entsprechenden Ausführungen beinhalten dann jeweils die Ergebnisse zum Tatbestand, zum Schaden und zu der haftungsausfüllenden Kausalität.

Die Arbeit nimmt keine Differenzierung zwischen einem *Share Deal*, *Asset Deal* bzw. sonstigen M&A-Transaktionen vor, soweit eine solche nicht für das Untersuchungsergebnis von Bedeutung ist. Es wird daher überwiegend von einem Unternehmenskauf, einer Unternehmenstransaktion bzw. einer M&A-Transaktion gesprochen. Zudem unterscheidet die Arbeit nicht hinsichtlich der Gesellschaftsform des Zielunternehmens. Es werden grundsätzlich Kapitalgesellschaften für die Ausführungen zugrunde gelegt, da diese in der M&A-Praxis die wohl bedeutsamste Unternehmensform darstellen.