

# Inhalt

## Abkürzungsverzeichnis — XV

### A Einführung — 1

- I Problemaufriss — 1
- II Gang der Arbeit — 7

### B Disziplinäre Einordnung — 9

- I Meinungsstreit: Wirtschaftswissenschaft oder Rechtswissenschaft — 9
- II Argumentative Auseinandersetzung und Stellungnahme — 12
- III Praktische Umsetzbarkeit — 15
- IV Wandel in der höchstrichterlichen Rechtsprechung — 16
- V Obergerichtliche Rechtsprechung — 19
- VI Ergebnis — 20

### C Schadensberechnung im Post M&A-Verfahren — 22

- I Grundsätze der Schadensberechnung — 22
- II Schadensersatzhaftung des Verkäufers im Post M&A-Verfahren — 26
  - 1 Haftung wegen Verschweigen des Mangels  
(Aufklärungspflichtverletzung), §§ 280 Abs. 1, 311 Abs. 2, 241 Abs. 2  
BGB (c.i.c.) — 26
    - a) Gesteigerte Aufklärungspflicht und *Due Diligence* in M&A-  
Transaktionen — 27
    - b) Anwendungsbereich der c.i.c. — 28
    - c) Rechtsfolge der c.i.c.: Ersatz des negativen Interesses — 29
    - d) Wahlrecht des Käufers hinsichtlich Rückabwicklung oder  
günstigerem Kaufpreis — 30
    - e) Rückabwicklung nach Unternehmenskauf nicht sachgerecht — 31
    - f) Ermittlung des günstigeren Kaufpreises durch  
Verhandlungsfiktion — 32
    - g) Ersatz von Folgeschäden — 35
    - h) Maßgebliche Kennzahlen für die Schadensberechnung bei der  
c.i.c. — 35
  - 2 Haftung wegen „Lieferung“ eines mangelhaften Unternehmens, §§ 280  
Abs. 1, 433, 437 BGB — 36
    - a) Schadensersatz, §§ 280 Abs. 1, 433, 437 Nr. 3 BGB — 36
      - aa Beschaffenheitsbegriff beim Unternehmenskauf — 37
      - bb Abhängigkeit der Schadenshöhe von der Art der  
Pflichtverletzung — 40
      - cc Kleiner Schadensersatz in Abgrenzung zur Minderung — 42

- dd) Drei mögliche Schadensersatzansprüche — **43**
  - (i) Kleiner Schadensersatz statt der Leistung wegen Schlechtleistung bei Möglichkeit der Nacherfüllung (§§ 280 Abs. 1, 3, 281 BGB) — **43**
  - (ii) Kleiner Schadensersatz statt der Leistung bei Unmöglichkeit der Nacherfüllung (§§ 280 Abs. 1, 3, 283 BGB) — **46**
  - (iii) Schadensersatz neben der Leistung (§ 280 Abs. 1 BGB) — **48**
- b) Minderung — **49**
  - aa) Minderung nicht sachgerecht wegen Unternehmensbewertung? — **49**
  - bb) Minderung nicht sachgerecht wegen Unternehmensentwicklung? — **50**
  - cc) Minderung nicht sachgerecht wegen Prognose für den Kaufpreis? — **50**
  - dd) Minderung nicht sachgerecht, da wirtschaftlich nachteilig? — **51**
  - ee) Minderung unüblich wegen Mangelauswirkung auf den Unternehmenswert — **51**
  - ff) Formel für die Minderung — **53**
  - gg) Minderung durch Schätzung — **53**
  - hh) Zwischenergebnis — **54**
- c) Aufwendungsersatz — **54**
  - aa) Ineffizienz durch Ersatzfähigkeit vergeblicher Aufwendungen? — **55**
  - bb) *Closing* als zeitliche Zäsur für vergebliche Aufwendungen — **55**
  - cc) Exklusivitätsverhältnis zum Schadensersatz statt der Leistung — **56**
- 3 Haftung wegen Verletzung einer Garantie, § 311 Abs. 1 BGB — **57**
  - a) Garantieerklärungen im Unternehmenskaufvertrag — **57**
  - b) Anwendbarkeit der §§ 249 ff. BGB auf selbstständige Garantien — **59**
  - c) Rechtsfolge der Garantieverletzung: Ersatz des positiven Interesses — **60**
- 4 Verhältnis zwischen den Anspruchsgrundlagen — **64**
- 5 (Keine) Differenzierung nach *Share-Deal* oder *Asset-Deal* (§ 453 BGB) — **65**

- 6 (Keine) Differenzierung nach Sach- oder Rechtsmangel (§ 433 Abs. 1 Satz 2 BGB) — **70**
- 7 Richtiger Anspruchsinhaber — **70**
- III Grundsätze der Unternehmensbewertung — **73**
  - 1 Der Begriff des Unternehmenswerts — **74**
    - a) *Enterprise Value* als Bezeichnung für den Kaufpreis — **74**
    - b) Differenzierung zwischen Unternehmenswert und Kaufpreis — **74**
    - c) Subjektiver Unternehmenswertbegriff — **76**
    - d) Funktionale Unternehmensbewertung — **77**
    - e) Käufer-Unternehmenswert und Verkäufer-Unternehmenswert — **78**
  - 2 Das Substanzwertverfahren — **82**
    - a) Unternehmenswertbestimmung anhand des Sachwerts — **82**
    - b) Kritik am Substanzwertverfahren — **82**
    - c) Anwendung auf kleinere Unternehmen — **83**
  - 3 Das Ertragswertverfahren — **84**
    - a) Der Begriff des Ertragswerts — **84**
    - b) Unternehmenswertbestimmung aus Sicht eines Investors — **85**
    - c) Ertragsprognose durch Unternehmensplanung — **86**
    - d) Abzinsung der Erträge auf den Bewertungsstichtag — **86**
    - e) Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes — **88**
    - f) Grafische Darstellung des Ertragswertverfahrens — **90**
    - g) Verstärkung des subjektiven Elements des Unternehmenswerts — **91**
    - h) Korrektur um Sonderwerte — **92**
    - i) Bewertungsstandard IDW S1 — **92**
    - j) Lediglich mittelbare Berücksichtigung des Sachwerts — **94**
    - k) Kritik am Ertragswertverfahren — **94**
    - l) Anwendung durch Gerichte — **96**
    - m) Definition des Unternehmenswerts bei Anwendung des Ertragswertverfahrens — **97**
  - 4 Das DCF-Verfahren — **98**
    - a) Unternehmenswertbestimmung aus Sicht eines Investors — **98**
    - b) Prognose der *Cashflows* durch Unternehmensplanung — **100**
    - c) Abzinsung der *Cashflows* — **100**
    - d) Anwendung auf größere, internationale Unternehmen — **101**
    - e) WACC-Ansatz — **103**
    - f) *Equity*-Verfahren und *Entity*-Verfahren — **107**
    - g) Verstärkung des subjektiven Elements des Unternehmenswerts — **108**

- h) Kritik am DCF-Verfahren — **109**
  - i) Vorteile des DCF-Verfahrens — **110**
- 5 Das *Multiple*-Verfahren — **111**
  - a) Unternehmenswertbestimmung durch Vervielfachung einer Unternehmenskennzahl — **111**
  - b) Vorteile des *Multiple*-Verfahrens — **113**
  - c) Nachteile des *Multiple*-Verfahrens — **114**
- 6 Ungeeignetheit des Börsenwerts zur Unternehmensbewertung — **115**
- 7 Wahl des Bewertungsverfahrens für die Schadensberechnung — **116**
  - a) Wahlrecht des Gerichts — **117**
  - b) Normorientierte Unternehmensbewertung: Gesetzliches Bewertungsziel als Auswahlkriterium — **118**
  - c) Wahl des Bewertungsverfahrens je nach Einzelfall — **119**
  - d) Wahl des Bewertungsverfahrens durch zwei Prüfungsschritte — **119**
  - e) Vereinbarkeit der normorientierten Unternehmensbewertung mit der funktionalen Unternehmensbewertung — **120**
  - f) Methodenoffenheit und Methodenpluralismus in der Rechtsprechung — **122**
  - g) Gerichtliche Vertretbarkeitsprüfung bei Unternehmensbewertung durch Gutachter — **123**
  - h) Wahlrecht des Schiedsgerichts — **124**
- 8 Zwischenergebnis — **127**
- IV Die Schadensberechnung nach den gesetzlichen Vorgaben der §§ 249 ff. BGB — **129**
  - 1 Totalreparation — **129**
    - a) Begriff des Schadens — **129**
    - b) Begrenzung des Schadensersatzanspruchs nach unten hin — **130**
    - c) Begrenzung des Schadensersatzanspruchs nach oben hin — **130**
    - d) (Keine) Präventionswirkung — **131**
    - e) Vollständige Kompensation als Bewertungszweck — **132**
  - 2 Schadensrechtliches Bereicherungsverbot — **135**
  - 3 Naturalrestitution, §§ 249, 250, 252 BGB — **138**
    - a) Naturalrestitution durch Herstellung eines wirtschaftlich gleichwertigen Zustands? — **141**
    - b) Naturalrestitution bei Ersatz des negativen Interesses — **145**
    - c) Naturalrestitution bei Ersatz des positiven Interesses (Mängelgewährleistungsrecht) — **146**
    - d) Entbehrlichkeit einer Unternehmensbewertung im Falle der Naturalrestitution? — **147**

- e) Naturalrestitution bei Ersatz des positiven Interesses (Garantieverletzung) — **150**
  - aa) Bilanzgarantie: Naturalrestitution durch Bilanzauffüllung? — **151**
    - (i) Vorrang der Naturalrestitution bei Bilanzgarantien — **151**
    - (ii) Bilanzauffüllungsthese — **152**
    - (iii) Uneinheitliche Rechtsprechung — **153**
    - (iv) Verstoß gegen Grundsätze des Schadensrechts — **155**
    - (v) Bilanzwert entspricht nicht Höhe des Schadens — **156**
    - (vi) Fehlende Trennung zwischen Tatbestands- und Rechtsfolgendeite — **158**
    - (vii) Fehlende Berücksichtigung künftiger Zahlungsströme — **158**
    - (viii) Fehlende Herstellung eines wirtschaftlich gleichwertigen Zustands — **159**
    - (ix) Überzeugender Lösungsansatz — **160**
    - (x) Keine Naturalrestitution durch Erstellung einer neuen Bilanz — **161**
  - bb) Eigenkapitalgarantie: Naturalrestitution durch Bilanzauffüllung? — **162**
- 4 Ersatz der Herstellungskosten, § 249 Abs. 2 BGB — **166**
- 5 Entschädigung in Geld (Wertersatz), §§ 251, 253 BGB — **167**
- 6 Vorrang der Naturalrestitution (§§ 249, 250, 252 BGB) vor der Entschädigung in Geld (§§ 251, 253 BGB) — **171**
- 7 Differenzhypothese — **172**
- 8 Entgangener Gewinn — **173**
  - a) Ausgebliebene künftige Erträge bereits im Unternehmensminderwert enthalten — **174**
  - b) Kompensation für entgangene Einnahmen als Teil der Naturalrestitution — **175**
  - c) Auswirkung auf die Vertragsgestaltung — **175**
  - d) Entgangener Gewinn im Falle der Weiterveräußerung des Unternehmens — **176**
  - e) Anforderungen an die Feststellung der entgangenen Einnahmen — **176**
  - f) Anforderungen an die Planungen und Prognosen zur Ermittlung des Ertragsausfalls — **177**
  - g) Zwischenergebnis — **179**

- 9 Entgangene Nutzungsmöglichkeit — **179**
  - a) Ersatzfähigkeit nach der Rechtsprechung — **180**
  - b) Ersatzfähigkeit nach der Literaturmeinung — **181**
  - c) Kritik an der Ersatzfähigkeit — **181**
  - d) Stellungnahme — **182**
  - e) Auswirkung auf das Post M&A-Verfahren — **183**
- 10 Betriebsausfallschaden — **184**
- 11 Schadensminderungsobliegenheit — **185**
- 12 Subjektbezogenheit des Schadensbegriffs — **187**
  - a) Auswirkung auf das Post M&A-Verfahren — **188**
  - b) Auswirkung auf die Berechnung des positiven Interesses — **190**
  - c) Auswirkung auf die Berechnung des negativen Interesses — **190**
  - d) Grenzen der Subjektivität — **193**
  - e) Vereinbarkeit mit der funktionalen Bewertungslehre — **196**
  - f) Auswirkung auf die Wahl des Bewertungsverfahrens — **197**
  - g) Diskussion zur Berechnung des positiven Interesses — **200**
  - h) Diskussion zur Berechnung des negativen Interesses — **201**
- 13 Maßgeblicher Zeitpunkt für die Schadensberechnung — **206**
- 14 Verfahrensgrundsätze des Zivilprozessrechts — **210**
  - a) Dispositionsgrundsatz — **210**
  - b) Beibringungsgrundsatz — **211**
  - c) Beschleunigungsgrundsatz — **213**
  - d) Schätzungsbefugnis nach § 287 ZPO — **214**
  - e) Erklärungspflicht und Wahrheitspflicht nach § 138 ZPO — **214**
  - f) Rechtssicherheit und Vertrauensschutz — **215**
- 15 Zwischenergebnis — **216**

#### **D Rechtsvergleichung: Rechtslage in den USA — 218**

- I Einführung — **218**
- II Grundsätze des *Common Law* — **220**
- III Haftung des Unternehmensverkäufers nach anglo-amerikanischem Recht — **221**
  - 1 Haftung des Verkäufers wegen unzutreffender vorvertraglicher Erklärungen — **221**
  - 2 Haftung des Verkäufers wegen unzutreffender Garantieerklärungen — **224**
    - a) Rechtsfolge einer Garantieverletzung: Kleiner oder großer Schadensersatz — **224**
    - b) Ersatz des positiven Interesses — **225**

	c)	Vorrang der Entschädigung in Geld vor der Naturalrestitution —	<b>225</b>
	d)	Ermittlung der Schadenshöhe —	<b>226</b>
	e)	Schadenskürzung bei Mitverschulden oder Vorhersehbarkeit —	<b>229</b>
	3	Haftung des Verkäufers für Mängel —	<b>231</b>
	4	Haftung des Verkäufers aus Delikt —	<b>231</b>
	5	Hauptanwendungsfall: Vertragsregeln zur Schadensberechnung —	<b>233</b>
IV		Anglo-amerikanische Rechtstheorie: Schadensberechnung durch <i>Multiple-</i> Verfahren? —	<b>236</b>
V		Schadensberechnung im Post M&A-Verfahren in den USA —	<b>237</b>
	1	Anforderungen an die richterliche Gewissheit hinsichtlich der Schadenshöhe —	<b>238</b>
	2	Pauschalisierte Schadensersatz ( <i>liquidated damages</i> ) —	<b>239</b>
	3	Entschädigungsvereinbarung ( <i>indemnities</i> ) —	<b>240</b>
	4	Schadensbemessung durch Unternehmensbewertung —	<b>240</b>
	5	Bußgelderlass anstelle eines Regresses beim Verkäufer —	<b>244</b>
VI		Übertragung der Lösungsansätze auf die deutsche Rechtsordnung? —	<b>244</b>
	1	Vorrang der Entschädigung in Geld vor der Naturalrestitution —	<b>245</b>
	2	Vertragliche Schadensregelung in allen Einzelheiten —	<b>245</b>
	3	Maßstab für die Gewissheit hinsichtlich der Schadenshöhe —	<b>247</b>
	4	Pauschalisierte Schadensersatz ( <i>liquidated damages</i> ) —	<b>247</b>
	5	Mittlerrolle des Gerichts —	<b>248</b>
	6	Bußgelderlass zugunsten des Unternehmenskäufer —	<b>249</b>
VII		Zusammenfassendes Ergebnis —	<b>249</b>
<b>E</b>		<b>Ökonomische Analyse des Rechts —</b>	<b>250</b>
I		Einführung —	<b>250</b>
	1	Allokationseffizienz als ökonomisches Kriterium —	<b>250</b>
	2	Verhaltenssteuerung durch das Schadensrecht —	<b>252</b>
II		Prüfung der Schadensberechnung im Post M&A-Verfahren am Maßstab der Allokationseffizienz —	<b>256</b>
	1	Allokationseffizienz durch Abstellen auf Käufer-Unternehmenswert? —	<b>256</b>
	2	Allokationseffizienz durch das Kriterium „Willkür“ als Begrenzung des Käufer-Unternehmenswerts? —	<b>258</b>
	3	Allokationseffizienz durch opportunistisches Verhalten? —	<b>260</b>

- 4 Allokationseffizienz trotz W&I-Versicherung? — **262**
- 5 Allokationseffizienz durch vertragliche Schadensberechnungsformel anstelle eines Sachverständigengutachtens? — **264**
- III Prüfung der Schadensberechnung im Post M&A-Verfahren am Maßstab der Verhaltenssteuerung — **266**
  - 1 Verhaltenssteuerung durch Verpflichtung des *cheapest cost avoider*? — **266**
  - 2 Verhaltenssteuerung durch optimale Höhe des Schadensvermeidungsaufwands? — **266**
  - 3 Verhaltenssteuerung durch Erfassung sämtlicher Schadenskosten? — **267**

## **F Vereinbarungen über die Schadensberechnung im Unternehmenskaufvertrag — 269**

- I Übliche Ersetzung der §§ 249 ff. BGB durch Vertragsrecht — **269**
  - 1 Begründungen für die Ersetzung der §§ 249 ff. BGB — **269**
  - 2 Stellungnahme — **270**
  - 3 Negative Auswirkungen der Vertragsregelungen — **272**
  - 4 Effizienz vertraglicher Vereinbarungen — **273**
  - 5 Abgrenzung zwischen Rechtsfolgenreglement und Kaufpreisanpassungsklauseln — **273**
- II Übliche Rechtsfolgenklauseln in Formularverträgen — **274**
  - 1 Formularvertrag von *Mayer-Sparenberg* — **274**
  - 2 Formularvertrag von *von Schorlemer* — **275**
  - 3 Formularvertrag von *Kästle/Oberbracht* — **276**
- III Übliche vertragliche Haftungsbegrenzung — **277**
  - 1 Wirksamkeit der Haftungsausschlüsse und -beschränkungen — **279**
  - 2 Berechnungs- und Bewertungsschwierigkeiten trotz vereinbarter Haftungsbegrenzungen — **279**
  - 3 Häufiger Haftungsausschluss für mittelbare Schäden, Mangelfolgeschäden und entgangenen Gewinn wirkungslos — **280**
- IV Weitere Vorschläge für vertragliche Schadensberechnung — **281**
  - 1 Festlegung der Schadensersatzsumme — **282**
  - 2 Festlegung des Unternehmenswerts in mangelfreiem Zustand — **282**
  - 3 Offenlegung der Unternehmensbewertung — **283**
  - 4 Dokumentation der Unternehmensbewertung — **284**
  - 5 Vereinbarung einer Schadensberechnungsformel — **284**

## **G Zusammenfassung der Ergebnisse — 287**

## **Literaturverzeichnis — 293**