

**Die Kompetenzverteilung der Organe einer Aktiengesellschaft  
im Übernahmeverfahren**

**Inaugural-Dissertation**

**zur Erlangung der Doktorwürde  
der Juristischen Fakultät  
der Eberhard-Karls-Universität Tübingen**

vorgelegt von  
Heiko Schindera  
aus Sindelfingen

2002

**Dekan: Prof. Dr. Burkhard Heß**

**1. Berichterstatter: Prof. Dr. Harm Peter Westermann**

**2. Berichterstatter: Prof. Dr. Heinz-Dieter Assmann**

**Tag der mündlichen Prüfung: 16. Juli 2002**

# Inhaltsverzeichnis

	Seite
<b>Einleitung .....</b>	<b>1</b>
<b>A. Das Vorwort.....</b>	<b>1</b>
<b>B. Der Untersuchungsgegenstand.....</b>	<b>3</b>
 <b>Kapitel 1: Die Übernahme börsennotierter Aktiengesellschaften.....</b>	 <b>5</b>
<b>A. Der Begriff der Übernahme .....</b>	<b>5</b>
<b>B. Die Motive einer Übernahme .....</b>	<b>6</b>
<b>C. Die Finanzierung von Unternehmensübernahmen .....</b>	<b>7</b>
<b>I. Der Leveraged Buy Out (LBO).....</b>	<b>8</b>
<b>II. Der Management Buy Out (MBO) .....</b>	<b>9</b>
<b>III. Die Junk-Bonds.....</b>	<b>9</b>
<b>D. Die Arten von Übernahmen .....</b>	<b>9</b>
<b>I. Die „freundliche“ Übernahme .....</b>	<b>10</b>
<b>II. Die „feindliche“ Übernahme .....</b>	<b>11</b>
<b>a) Der Begriff der Feindlichkeit .....</b>	<b>11</b>
<b>b) Die Erscheinungsformen der feindlichen Übernahme.....</b>	<b>13</b>
1. Der Kauf von Aktien über die Börse .....	13
2. Der Paketkauf.....	14
3. Das öffentliche Übernahmeangebot.....	14
3.1. Die Definition des öffentlichen Übernahmeangebots.....	15
3.2. Die rechtliche Qualifikation eines Übernahmeangebots.....	17
3.3. Der Inhalt eines Übernahmeangebots .....	18
3.4. Die Abgrenzung zur konzernrechtlichen Abfindung.....	18
<b>E. Die Vorschriften zur Regelung von Übernahmeverfahren bei Abgabe         eines Übernahmeangebots .....</b>	<b>19</b>
<b>I. Der Übernahmekodex in Deutschland .....</b>	<b>20</b>
<b>a) Die rechtliche Einordnung.....</b>	<b>20</b>

b)	Die Zielsetzung.....	21
II.	Der Entwurf eines deutschen Übernahmegesetzes.....	22
a)	Die rechtliche Einordnung.....	22
b)	Die Zielsetzung.....	23
III.	Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz .....	24
a)	Die rechtliche Einordnung.....	224
b)	Die Zielsetzung.....	235
IV.	Der Entwurf der gescheiterten 13. Richtlinie der EU.....	26
a)	Die rechtliche Einordnung.....	26
b)	Die Zielsetzung.....	27
V.	Die Regelungen in anderen Staaten .....	29
a)	Der „City Code on Takeovers and Mergers“ in Großbritannien .....	29
b)	Das US-amerikanische Übernahmerecht .....	30
1.	Der „Williams Act“ .....	30
2.	Die „Business Judgement Rule“ .....	31
F.	Ergebnis.....	31

## **Kapitel 2: Die Kompetenzaufteilung im Innenverhältnis der**

	<b>Aktiengesellschaft.....</b>	<b>36</b>
A.	Die Grundsätze des Aktienrechts.....	36
I.	Das Wesen der Aktiengesellschaft .....	36
II.	Die Aktiengesellschaft als Kapitalsammelbecken .....	36
III.	Die Trennung zwischen Eigentum und Herrschaft.....	37
B.	Die geschichtliche Entwicklung des Aktienrechts in Deutschland .....	39
I.	Die Entwicklung vor 1937.....	39
II.	Die Aktienrechtsreform von 1937 .....	42
III.	Die Aktienrechtsreform von 1965 .....	45
IV.	Das Ergebnis .....	46
C.	Die Kompetenzaufteilung nach geltendem Recht .....	48
I.	Das dualistische System .....	48
II.	Die Machtbalance .....	49

<b>III.</b>	<b>Die einzelnen Organe der Aktiengesellschaft .....</b>	<b>50</b>
<b>a)</b>	<b>Der Vorstand.....</b>	<b>50</b>
1.	Die Zusammensetzung .....	50
2.	Die Kompetenzen .....	50
2.1.	Die Leitung und Vertretung der Gesellschaft .....	50
2.2.	Die Abgrenzung: Leitungs- oder Strukturmaßnahmen .....	51
3.	Die Grenzen der Kompetenzen des Vorstands.....	52
3.1.	Die Beschränkung der Kompetenzen.....	52
3.2.	Die Beschränkung der Geschäftsführung durch den Unternehmensgegenstand .....	53
4.	Die Kapitalerhöhung durch genehmigtes Kapital .....	54
<b>b)</b>	<b>Der Aufsichtsrat .....</b>	<b>57</b>
1.	Die Zusammensetzung .....	57
2.	Die Kompetenzen .....	58
2.1.	Die Bestellung des Vorstands .....	58
2.2.	Der Aufsichtsrat als Kontrollorgan.....	58
2.3.	Keine Geschäftsführung durch Aufsichtsrat.....	59
2.4.	Der Zustimmungsvorbehalt aus §111 Abs. 4 Satz 2 AktG.....	59
2.5.	Die Einberufung der Hauptversammlung gemäß §111 Abs. 3 AktG .....	62
<b>c)</b>	<b>Die Hauptversammlung .....</b>	<b>62</b>
1.	Die Zusammensetzung .....	62
2.	Die Willensbildung durch Beschluss .....	63
3.	Die Stellung der Hauptversammlung .....	63
4.	Die geschriebenen Hauptversammlungskompetenzen .....	64
4.1.	Die Zuständigkeit nach §119 Abs. 1 AktG.....	64
4.2.	Die Zuständigkeit gemäß anderer gesetzlicher Normen .....	64
4.3.	Die Zuständigkeit kraft Satzung .....	65
4.4.	Die Zuständigkeit nach §119 Abs. 2 AktG.....	65
5.	Die ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen.....	66
5.1.	Die Vereinbarkeit mit §119 Abs. 1 AktG.....	66
5.2.	Die Holz Müller-Entscheidung (BGHZ 83, 122).....	69
5.2.1.	Die Begründung des BGH .....	69

5.2.2.	Die Kritik an der Holzmüller-Entscheidung .....	75
5.2.3.	Das Ergebnis der Holzmüller-Entscheidung.....	78
5.3.	Die Mitwirkungsbefugnisse der Hauptversammlung aus Einzelanalogie zu anderen Normen des Aktiengesetzes.....	80
5.3.1.	Die Herleitung aus §179 AktG .....	81
5.3.2.	Die Herleitung aus Vermögensübertragung gemäß §179a AktG .....	82
5.3.3.	Die Herleitung aus Betriebsüberlassungs- oder Betriebspachtvertrag gemäß §§292 Abs. 1 Nr. 3, 293 AktG .....	83
5.3.4.	Die Herleitung aus §121 Abs. 1 AktG .....	83
5.3.5.	Keine Rückverlagerung von Kompetenzen der Hauptversammlung auf den Vorstand .....	85
5.4.	Das Ergebnis .....	85
<b>D.</b>	<b>Das Ergebnis zu Kapitel 2 .....</b>	<b>86</b>
<b>I.</b>	<b>Vorstand - Aufsichtsrat.....</b>	<b>86</b>
<b>II.</b>	<b>Vorstand - Hauptversammlung .....</b>	<b>87</b>

### **Kapitel 3: Die Kompetenzaufteilung im Übernahmeverfahren auf Seiten des Bieters .....**

<b>A.</b>	<b>Die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots .....</b>	<b>91</b>
<b>I.</b>	<b>Die Kompetenz des Vorstands.....</b>	<b>91</b>
<b>a)</b>	<b>Strukturmaßnahme oder Geschäftsführungsmaßnahme.....</b>	<b>93</b>
<b>b)</b>	<b>Die Einschränkung der Geschäftsführungsbefugnis.....</b>	<b>95</b>
1.	Die Notwendigkeit einer „Konzernklausel“ .....	95
2.	Die Deckung durch den Unternehmensgegenstand.....	97
<b>II.</b>	<b>Die Kompetenz des Aufsichtsrats .....</b>	<b>99</b>
<b>a)</b>	<b>Die Funktion als „Kontrollorgan“ .....</b>	<b>99</b>
<b>b)</b>	<b>Die Berichtspflicht des Vorstands an den Aufsichtsrat gemäß §90 AktG .....</b>	<b>100</b>
<b>c)</b>	<b>Der Zustimmungsvorbehalt gemäß §111 Abs. 4 Satz 2 AktG.....</b>	<b>101</b>
1.	Die Anordnung durch Satzung oder Aufsichtsrat .....	101
2.	Die Auslegung von „bestimmte Arten von Geschäften“ .....	105
3.	Der Zustimmungsvorbehalt als Vetorecht.....	108

<b>III.</b>	<b>Die Kompetenz der Hauptversammlung.....</b>	<b>109</b>
<b>a)</b>	<b>Die geschriebenen Hauptversammlungskompetenzen.....</b>	<b>110</b>
<b>b)</b>	<b>Die ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen .....</b>	<b>110</b>
1.	Keine Allzuständigkeit des Vorstands .....	111
2.	Die Grundsätze der Holzmüller-Entscheidung.....	113
3.	Die Übertragbarkeit auf den Beteiligungserwerb.....	114
4.	Die Unterscheidung nach der Art des Übernahmeangebots.....	115
4.1	Das Barangebot.....	115
4.2.	Das Tauschangebot .....	117
4.2.1.	Der Bezugsrechtsausschluss .....	118
4.2.2.	Der Bezugsrechtsausschluss bei genehmigten Kapital .....	119
4.3.	Ergebnis .....	126
5.	Die Lückenschließung durch Einzelanalogie .....	127
5.1.	Die Herleitung aus §179 AktG .....	127
5.2.	Die Herleitung aus §179a AktG.....	129
5.3.	Die Herleitung aus §§291 Abs. 1, 293 Abs. 2 AktG.....	129
<b>B.</b>	<b>Die Geheimhaltung der Übernahmeabsichten .....</b>	<b>131</b>
<b>C.</b>	<b>Der zeitliche Ablauf der Übernahme.....</b>	<b>132</b>
<b>D.</b>	<b>Der fehlende Sachverstand der Aktionäre.....</b>	<b>134</b>
<b>I.</b>	<b>Die Sachkunde des Vorstands .....</b>	<b>134</b>
<b>II.</b>	<b>Die Sachkunde des Aufsichtsrats .....</b>	<b>136</b>
<b>E.</b>	<b>Ergebnis.....</b>	<b>138</b>

## **Kapitel 4:Die Kompetenzaufteilung im Übernahmeverfahren auf Seiten der Zielgesellschaft..... 143**

<b>A.</b>	<b>Die Aktionäre.....</b>	<b>143</b>
<b>I.</b>	<b>Die Stellung der Aktionäre .....</b>	<b>143</b>
<b>II.</b>	<b>Das Interesse der Aktionäre .....</b>	<b>145</b>
<b>B.</b>	<b>Der Vorstand .....</b>	<b>146</b>
<b>I.</b>	<b>Die Stellung des Vorstands .....</b>	<b>146</b>
<b>II.</b>	<b>Das Neutralitätsgebot.....</b>	<b>148</b>

a)	<b>Die Herleitung des Neutralitätsgebots</b> .....	<b>149</b>
1.	Die Herleitung des Neutralitätsgebots aus §§76, 93 AktG .....	150
2.	Die Herleitung des Neutralitätsgebots aus dem Gleichbehandlungsgrundsatz gemäß §53a AktG .....	151
b)	<b>Die Regelung des Neutralitätsgebots</b> .....	<b>151</b>
1.	Der Übernahmekodex.....	152
2.	Die 13. Richtlinie der EU .....	152
3.	Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz .....	153
c)	<b>Die Ausnahme zum Neutralitätsgebots</b> .....	<b>155</b>
III.	<b>Die Maßnahmen vor Abgabe eines Übernahmeangebots</b> .....	<b>157</b>
a)	<b>Das Höchststimmrecht</b> .....	<b>158</b>
b)	<b>Das Mehrstimmrecht</b> .....	<b>159</b>
c)	<b>Das genehmigte Kapital unter Bezugsrechtsausschluss</b> .....	<b>160</b>
d)	<b>Der Erwerb eigener Aktien</b> .....	<b>165</b>
e)	<b>Die vinkulierten Namensaktien</b> .....	<b>167</b>
IV.	<b>Die Maßnahmen nach Abgabe eines Übernahmeangebots</b> .....	<b>168</b>
a)	<b>Die prozeduralen Verhaltenspflichten</b> .....	<b>168</b>
1.	Die Informationspflicht .....	168
2.	Die Pflicht zur eigenen Stellungnahme .....	169
b)	<b>Die Werbemaßnahmen</b> .....	<b>170</b>
c)	<b>Die Suche nach einem „white knight“</b> .....	<b>172</b>
d)	<b>Die Abwehrmaßnahmen nach Abgabe des Übernahmeangebots</b> .....	<b>173</b>
1.	Der Grundsatz: Die Beteiligung der Hauptversammlung .....	173
2.	Die einzelnen Verteidigungsmaßnahmen.....	179
2.1.	Das Gegenangebot .....	179
2.2.	Die „crown jewels“ .....	179
2.3.	Die „golden parachutes“ .....	180
2.4.	Die „poison pills“.....	181
C.	<b>Der Aufsichtsrat</b> .....	<b>181</b>
D.	<b>Das Ergebnis</b> .....	<b>184</b>
	<b>Die Schlussbetrachtung</b> .....	<b>189</b>

## Abkürzungsverzeichnis

a.A.	anderer Auffassung
a.a.O.	am angegebenen Ort
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft / Die Aktiengesellschaft
AGBG	Gesetz zur Regelung des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
AWD	Außenwirtschaftsdienst des Betriebs-Beraters
BB	Betriebs-Berater
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Amtliche Sammlung der Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BMF	Bundesministerium für Finanzen
BörsG	Börsengesetz
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
ca.	zirka
Corp.	Corporation

DB	Der Betrieb
ders.	derselbe
d.h.	das heißt
DJZ	Deutsche Juristen-Zeitung
DM	Deutsche Mark
DriZ	Deutsche Richterzeitung
Diss.	Dissertation
EGAktG	Einführungsgesetz zum Aktiengesetz
Einf.	Einführung
Einl.	Einleitung
EU	Die Europäische Union
EU-RiL	Die 13. EU-Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts zur Regelung der öffentlichen Übernahmeangebote, ein Entwurf in der Fassung vom 21.6.1999
ff.	fortfolgende
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Großkomm.	Großkommentar zum Aktienrecht
h.M.	herrschende Meinung
hrsg.	herausgegeben
Hrsg.	Herausgeber
IStR	Internationales Steuerrecht
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit

JA	Juristische Arbeitsblätter
JR	Juristische Rundschau
JW	Juristische Wochenschrift
JZ	Juristenzeitung
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KK	Kölner Kommentar zum Aktiengestz
Komm.	Kommentar
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
LBO	Leveraged Buy-Out
LG	Landgericht
MBO	Management Buy-Out
M&A	Mergers and Acquisitions
Mio.	Millionen
MitbestG	Das Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer (Mitbestimmungsgesetz)
Mrd.	Milliarden
MüKomm	Münchener Kommentar zum Aktienrecht
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für das Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
Plc.	Public company limited by shares

RGBl.	Reichsgesetzblatt
Rn.	Randnummer
RiL	Richtlinie
Rspr.	Rechtsprechung
S.	Seite
S.A.	Société Anonyme / Sociedad Anónima
u.a.	unter anderem
UmwG	Umwandlungsgesetz
ÜG	Gesetz zur Regelung von Unternehmensübernahmen (Übernahmegesetz), ein Entwurf in der Fassung vom 21.6.2000
USA	United States of America
Verf.	Verfasser
vgl.	vergleiche
Vorb.	Vorbemerkung
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WM	Wertpapiermitteilungen - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WuR	Wirtschaft und Recht
z.B.	zum Beispiel
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
z.T.	zum Teil

## **Einleitung**

### **A. Das Vorwort**

Der Kapitalmarkt und die Unternehmenslandschaft in Deutschland sind in den letzten Jahren immer stärker von einer wachsenden Flut internationaler Unternehmenskonzentrationen erfasst worden. Die wirtschaftliche Globalisierung vollzieht sich in großem Umfang durch grenzüberschreitende Unternehmenszusammenschlüsse. Spektakuläre internationale Übernahmen und Großfusionen sind der auffälligste Ausdruck dieser Entwicklung. Insbesondere bei der Beteiligung großer börsennotierter Unternehmen, denen in der Öffentlichkeit ein hoher Bekanntheitsgrad zu kommt, wird den Übernahmen immer mehr Aufmerksamkeit gewidmet.

Dabei ist die Übernahme eines Unternehmens an sich nichts Neues. Eigentümerstrukturen wechseln auch in der deutschen Unternehmenslandschaft nicht selten. Diese Veränderungen gingen in der Vergangenheit jedoch einen diskreten, weil einvernehmlichen Weg. Nicht nur Erwerber und Veräußerer der Anteile sind sich über den Vorgang einig, sondern auch die Verwaltung der betroffenen Gesellschaft wird in die Beratungen miteinbezogen.

In den letzten Jahren sind jedoch Veränderungen zu verzeichnen. Die Übernahmen vollziehen sich immer mehr in der Öffentlichkeit. Inspiriert wurde diese Entwicklung hauptsächlich durch Entwicklungen in anderen Staaten. In erster Linie sind hier die USA zu nennen. Ende der siebziger Jahre begann dort ein Prozeß, eine sog. Übernahmewelle, der seinen Höhepunkt in den achtziger Jahren hatte, aber auch heute noch eine nicht unbedeutende Rolle spielt<sup>1</sup>. Begünstigt wurde diese Entwicklung durch zwei Faktoren, die sich hervorragend ergänzten: Erstens wurden die Finanzinstitute in den USA risikobereiter und zweitens wurden Finanzierungsformen kreiert und perfektioniert, die auch vorher wegen ihres immensen Finanzbedarfs für nicht realisierbar gehalten wurden. So waren plötzlich Unternehmen von Übernahmen betroffen, die vorher schon allein aufgrund ihrer Größe nicht für gefährdet gehalten wurden. Auf eines verzichteten die Übernehmenden in fast allen Fällen: Die Kooperation mit den Managern der Zielgesellschaft wurde als entbehrlich angesehen. Der Wechsel der Kontrolle über die Gesell-

---

<sup>1</sup> Vgl. Knoll, S. 35.

schaft vollzog sich über ihre Köpfe hinweg, indem das Übernahmeangebot direkt an die Anteilseigner der Zielgesellschaft gerichtet wurde. Solche Tendenzen blieben auch in Europa verständlicherweise nicht ohne Folgen. In vielen europäischen Staaten fanden solche Übernahmen nach amerikanischem Vorbild statt. Erinnerung sei nur an den Versuch der Übernahme der Société Générale de Belgique<sup>2</sup>, der britischen Plessey Plc. oder der Kampf um die britische Rowntree zwischen den schweizer Unternehmen Nestlé und Suchard, den letztlich Nestlé für sich entscheiden konnte.

Insbesondere im Vergleich zu den USA schien Deutschland eine übernahmefreie Zone zu sein. Erst in jüngster Zeit haben sich Fälle von Übernahmen auch in Deutschland gemehrt. Zu nennen sind hier der gescheiterte Versuch der Deutschen Telekom im Jahre 1999 die Telekom Italia zu übernehmen, zum anderen die erfolgreiche Übernahme der Mannesmann AG durch den britischen Mobilfunkanbieter Vodafone Airtouch Plc. Anfang 2000. Insbesondere der letzteren Übernahme, welche sich zu einer regelrechten Übernahmeschlacht entwickelte, wurde in der Öffentlichkeit viel Aufmerksamkeit gewidmet.

Dabei kam aus den verschiedensten Gründen sog. feindlichen Übernahmen in Deutschland bisher keine große Bedeutung zu. Zum einen, weil die Gesamtzahl der Aktiengesellschaften in Deutschland wesentlich geringer und das Aktienkapital nicht in vergleichbarer Weise gestreut ist wie in den USA. Grund hierfür ist die bisher sehr ausgeprägte Beteiligungspolitik der deutschen Banken. Es fehlte daher an der erforderlichen Anzahl freier Aktien, die Voraussetzung zur Durchführung einer Übernahme ist<sup>3</sup>. Gegenwärtig tendieren jedoch die Banken dazu, sich von ihrer „Beteiligungspolitik“ zu lösen, und die durch den Verkauf der Beteiligungen erzielten Erlöse für andere Zwecke einzusetzen. Gleichzeitig kommen die Banken somit auch dem Wunsch der Politiker nach, die Entflechtung der Industriebeteiligungen der Banken und Versicherungen voranzutreiben. Forciert wird diese Entwicklung mit der erst jüngst von der rot-grünen Bundesregierung verabschiedeten Steuerreform, gemäß welcher die Gewinne aus Beteiligungsverkäufen vom 1. Januar 2002 an erstmals steuerfrei sind.

Vor allem aber der stetige internationale Konzentrationsprozess in der Wirtschaft und die Annäherung der nationalen Märkte in der EU bewirken, dass Übernahmen in Zu-

---

<sup>2</sup> Man sprach hier auch von der Schlacht um Belgien, bei der es um den Versuch einer feindlichen Übernahme der altherwürdigen Société Générale de Belgique durch den Italiener Carlo de Benedetti ging.

<sup>3</sup> Vgl. Dietrich in AWD 6/73, S. 304; Heinsius in Schmitthoff/Goré/Heinsius, S. 51.

kunft auch in Deutschland immer mehr zum Alltag gehören werden, wie die Entwicklung in der jüngsten Vergangenheit zeigt<sup>4</sup>. Dabei erscheinen deutsche Unternehmen auch als Brückenkopf zum Europäischen Binnenmarkt für Unternehmen aus Nicht-EU-Ländern besonders attraktiv, um nicht draußen vor den Toren der EU zu stehen<sup>5</sup>. Diese Überlegungen zeigen, dass in den nächsten Jahren sich aller Voraussicht nach die feindliche Übernahme zu einer feststehenden Institution in Deutschland entwickeln wird. Dies auch vor dem Hintergrund, dass sich die Zahl der Aktiengesellschaften in Deutschland seit Ende 1994 bis Dezember 2000 um das Dreifache auf 10.582 erhöht hat<sup>6</sup>.

Der Gesetzgeber hatte erstmals am 29. Juni 2000 einen Diskussionsentwurf für ein Übernahmegesetz in Deutschland vorgelegt. Der Entwurf ist vor dem Hintergrund eines stetig wachsenden Anteils von Aktien am Vermögen privater Haushalte in Deutschland und einer Tendenz zur Deregulierung und Zusammenwachsens der globalen Märkte zu sehen. Der Gesetzgeber geht sicherlich zutreffend davon aus, dass durch die wachsende Markttiefe des deutschen Kapitalmarkts und der Errichtung der Wirtschafts- und Währungsunion auch in Deutschland die Zahl der Fusionen und Übernahmen weiter steigen wird und die großen „Übernahmestürme“ noch im Anmarsch sind<sup>7</sup>.

Die legislatorischen Bemühungen um ein kodifiziertes Übernahmerecht in Deutschland fanden in dem zum 1. Januar 2002 in Kraft getretenen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)<sup>8</sup> und den zugehörigen Rechtsverordnungen ihren erfolgreichen Abschluss<sup>9</sup>.

## **B. Der Untersuchungsgegenstand**

Die vorliegende Untersuchung beschränkt sich auf die Übernahmeproblematik bei der börsennotierten Aktiengesellschaft, da nur bei ihr die Geschäftsführung so weitgehend von der Anteilseignerseite unabhängig ist, dass hier Konflikte entstehen können. Dies ergibt sich aus §76 Abs. 1 AktG. Die Geschäftsführung der GmbH ist dagegen stark an die Zustimmung bzw. an die Weisungen der Gesellschafterversammlung gebunden. Ein

---

<sup>4</sup> Vgl. Otto in Beilage Nr. 12 zu DB 29/88, S. 11; Dietrich in AWD 6/73, S. 305; Hirte/Schander, S. 375.

<sup>5</sup> Vgl. Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, S. 3.

<sup>6</sup> Vgl. Hansen in AG-Report 3/2001, S. 67.

<sup>7</sup> Vgl. Riehmer/Schröder in NZG 16/2000, S. 820.

<sup>8</sup> Vergleiche das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), BGBl. I vom 20.12.2001, S. 3822, abgedruckt in Geibel/Süßmann.

<sup>9</sup> BGBl. I vom 27.12.2001, S. 4259.

Vorgehen gegen den Willen der Gesellschafter erscheint in den meisten Fällen als ausgeschlossen. Dasselbe gilt auch für Personengesellschaften<sup>10</sup>.

Dabei wurde für die Arbeit ein gesellschaftsrechtlicher Ansatzpunkt gewählt. Im Mittelpunkt der Untersuchung stehen die Kompetenzaufteilung und die Interessen, Pflichten und Rechte der an einem Übernahmeverfahren beteiligten Organe einer Aktiengesellschaft; insbesondere in wessen Kompetenz die Angriffs- und Verteidigungsmaßnahmen fallen. Die zweifelsohne ebenso wichtigen, bei jedem Übernahmeverfahren einschlägigen kartell- und wettbewerbsrechtlichen Belange bilden hier nicht den Gegenstand der Untersuchung. Entsprechendes gilt auch für Fragen des Arbeitsrechts. Dies würde den Rahmen der Arbeit sprengen.

In Kapitel 1 wird zunächst dem Leser das Phänomen Übernahme nähergebracht. Es werden der Begriff, insbesondere der der feindlichen Übernahme genauer untersucht und durch kurze Darstellungen der existierenden nationalen und internationalen Regelungen ergänzt. In Kapitel 2 werden die gegenwärtige Kompetenzverteilung der Organe der Aktiengesellschaft und ihre historische Entwicklung erläutert. Die aus Kapitel 1 und 2 erzielten Erkenntnisse werden dann in den Kapiteln 3 und 4 auf die am Übernahmeverfahren beteiligten Organe übertragen, um eine fundierte Kompetenzaufteilung innerhalb der Aktiengesellschaft bei Ablauf eines Übernahmeverfahrens zu erzielen.

---

<sup>10</sup> Vgl. Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1107.

## Kapitel 1: Die Übernahme börsennotierter Aktiengesellschaften

### A. Der Begriff der Übernahme

Die Übernahme einer Aktiengesellschaft ist an sich ein wirtschaftlicher Vorgang und daher durch juristische Begriffe nur schwer zu definieren. Rechtstechnisch betrachtet, liegt nichts anderes als ein Übertragungsakt vor, bei welchem an die Stelle eines oder mehrerer Altgesellschafter ein Neugesellschafter, der Bieter, tritt. Anders als bei einer Verschmelzung oder sonstigen Umwandlung verändern sich Identität und Struktur der betreffenden Gesellschaft nicht<sup>11</sup>. Der Begriff der Übernahme ist in Deutschland bisher kein Rechtsbegriff<sup>12</sup>.

Bisher existierte eine Definition des Begriffs der Übernahme nur in dem Diskussionsentwurf des deutschen Übernahmegesetzes<sup>13</sup>, und zwar in §2 Abs. 1 ÜG. Darin wurde die Übernahme wie folgt definiert: „Übernahme im Sinne dieses Gesetzes ist das Erlangen der Kontrolle über eine Zielgesellschaft“. Das seit 1. Januar 2002 geltende WpÜG verzichtet dagegen auf eine solche Definition des Übernahmebegriffs. Bei Aktiengesellschaften wird dies in der Mehrzahl der Fälle dann vorliegen, wenn der Übernehmende die Aktienmehrheit erwirbt. Der Begriff der Kontrolle deckt sich mit dem Begriff des beherrschenden Einflusses im Sinn des §17 Abs. 1 AktG. Die Kontrolle dürfte er zumindest bei einer Beteiligungsquote von 51% ausüben. Aber auch eine darunter liegende Quote ermöglicht bei Publikumsgesellschaften aufgrund der niedrigen Hauptversammlungspräsenz der Kleinaktionäre eine zielgerichtete Beeinflussung der Angelegenheiten der Gesellschaft<sup>14</sup>. So bejaht § 29 Abs. 2 WpÜG die Kontrolle über ein Unternehmen schon bei einer Beteiligung von mindestens 30% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft<sup>15</sup>.

<sup>11</sup> Vgl. Stoll in BB 5/89, S. 302; Witt, S. 13.

<sup>12</sup> Vgl. Salje in JA 11/90, S. 323.

<sup>13</sup> Der Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von Unternehmensübernahmen (Übernahmegesetz - ÜG), erstmals am 29.6.2000 vorgestellt, abgedruckt in NZG 16/2000, S. 844 ff.

<sup>14</sup> Vgl. Witt, S. 15; Menichetti in WiSt 10/90, S. 521.

<sup>15</sup> Vergleiche das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), BGBl. I vom 20.12.2001, S. 3822, abgedruckt in Geibel/Süßmann.

## B. Die Motive einer Übernahme

Das primäre, mit einer Übernahme bezweckte Ziel ist das Erlangen der Stimm- und Kapitalmehrheit an einer Aktiengesellschaft, um einen maßgeblichen Einfluß auf die Unternehmens- und Geschäftspolitik der betreffenden Gesellschaft zu bekommen<sup>16</sup>. Die darüber hinaus mit einer Übernahme verfolgten Ziele können unterschiedlicher Art sein. Vor allem die amerikanische Literatur hat sich mit den Gründen der Motivation für Übernahmen beschäftigt. Es haben sich verschiedene Theorien zur Klärung dieses Phänomens, vor allem bezüglich einer Übernahme durch Übernahmeangebot herausgebildet. Zu nennen sind vor allem die Verdrängung eines ineffektiv arbeitenden Managements, die Synergiegewinne durch Übernahmen, das Streben von Unternehmen nach Größe, teilweise ohne betriebswirtschaftliche Notwendigkeit, die Möglichkeit des Unternehmenserwerbs zu einem Preis unter Wert oder das Ausplündern der Zielgesellschaft<sup>17</sup>. Für diese mit einer Übernahme verfolgten Ziele gibt es im Wesentlichen zwei ökonomische Zielsetzungen: Diversifikation oder Gewinnabschöpfung.

Diversifikation bedeutet eine Ausweitung der Geschäftstätigkeit auf neue Produkte und neue Märkte und lässt sich auf verschiedenen Wegen erreichen, so zum Beispiel über den Kauf eines fremden Unternehmens<sup>18</sup>. Oft möchte auf Seiten des Bieters ein Unternehmen zum Zwecke der Risikostreuung einen neuen Produktionszweig ausbauen, oder ihr Angebot auf dem Markt durch den Erwerb von Firmen, deren Produkte die eigenen ergänzen, erweitern. Es ist im Allgemeinen billiger, ein bereits bestehendes Unternehmen, das gut im Markt positioniert ist, zu erwerben, als eine neue Produktion und neues Vertriebsnetz aufzubauen<sup>19</sup>.

Andere Gründe sind die Verstärkung der eigenen Marktmacht durch die Übernahme eines Konkurrenten und die Erreichung sog. Synergieeffekte. Von Synergieeffekten spricht man, wenn die Produkte oder Kapazitäten des Interessenten sich mit denen der übernommenen Unternehmens derart ergänzen, dass durch Einsparung von Kosten der Wert des zusammengeführten Unternehmens größer ist als die Summe der Werte der beiden Unternehmen vor der Zusammenführung<sup>20</sup>. Hinsichtlich der Rentabilitätssteige-

<sup>16</sup> Vgl. Menichetti in WiSt 10/90, S. 521.

<sup>17</sup> Vgl. Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1105; Schanz in NZG 7/2000, S. 338.

<sup>18</sup> Vgl. Becker in WiSt 5/90, S. 219.

<sup>19</sup> Vgl. v. Falkenhausen in FS Stiefel, S. 166; Heinsius in Schmitthoff/Goré/Heinsius, S. 52.

<sup>20</sup> Vgl. Stoll in BB 5/89, S. 301; v. Falkenhausen in FS Stiefel, S. 167; Peltzer in ZIP 2/89, S. 71; Sünner in AG 9/87, S. 277.

rung werden positive Auswirkungen auf die Erlöse des Konzerns erwartet. Speziell mit horizontalen und vertikalen Zusammenschlüssen können einzelwirtschaftliche Kostensenkungen infolge von Größen- und Verbundeffekten erzielt werden. Damit verbunden sind in der Regel die Zentralisierung von Verwaltungsaufgaben, Know-how-Transfer und die gemeinsame Nutzung von Vertriebskanälen<sup>21</sup>.

Den Gegentyp hierzu stellt die Gewinnabschöpfung dar. Dabei handelt es sich um unternehmenslustige Spekulanten, sog. raiders (Räuber), die durch Ausschlichtung des Unternehmens einen schnellen Gewinn erzielen wollen. Besonders beliebte Objekte hierfür sind Unternehmen mit hohen liquiden Mitteln, beleihbarem Vermögen oder gut veräußerlichen Tochtergesellschaften oder Grundstücken<sup>22</sup>. Während Diversifikationsstrategien eher langfristig orientiert sind, und das neu erworbene Unternehmen in den bestehenden Konzern integriert werden soll, bildet den Hauptzweck der Gewinnabschöpfung, das gekaufte Unternehmen insgesamt oder Teilbereiche davon so schnell wie möglich wieder abzustößen (asset stripping). Die betreffenden Akquisiteure erwerben Unternehmen und Konzerne mit der Absicht, sie in ihre Einzelteile zu zerschlagen und diese dann mit Gewinn zu verkaufen<sup>23</sup>.

Man sieht, dass so unterschiedlich die Käufertypen sind, so unterschiedlich auch die Beweggründe sind, die sie zu einer Übernahme veranlassen. Der unternehmerisch denkende Bieter kann versuchen wollen, einen bestehenden Konzern durch den Hinzuwerb abzurunden, synergetische Effekte zu nutzen oder neue Märkte zu erschließen. Andererseits kann jedoch auch ein günstiger Aufkauf mit nachfolgenden stückweisem Verkauf der Vermögenswerte von einem mehr spekulativ orientierten Bieter bezweckt sein. Dabei ergibt sich die Übernahme als günstige Gelegenheit für den Bieter, wenn die Zielgesellschaft an der Börse aktuell unterbewertet ist.

### **C. Die Finanzierung von Unternehmensübernahmen**

Die zuvor angesprochenen unterschiedlichen Motive einer Übernahme spiegeln sich meist auch in der Art der Finanzierung des Übernahmeangebots wieder. Während ein „seriöser“ Bieter zumeist in der Lage ist, die Finanzierung durch Eigenmittel sicherzustellen, werden andere, oft weniger seriös einzustufende Übernahmeversuche in der

<sup>21</sup> Vgl. Becker in WiSt 5/90, S. 219.

<sup>22</sup> Vgl. v. Falkenhausen in FS Stiefel, S. 167.

<sup>23</sup> Vgl. Michalski in AG 4/97, S. 153; Becker in WiSt 5/90, S. 220; Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1105.

Weise finanziert, dass sich der Bieter die für die Übernahme benötigten Mittel bei einem fremden Investor besorgt. Diese Fremdfinanzierung erfolgt teils in der Weise, dass zu ihrer Sicherung ein Zugriff auf das Vermögen der Zielgesellschaft verschafft wird<sup>24</sup>. Eine Ursache für den Boom des mergers & acquisitions – Geschäfts in den USA lag sicherlich in der zunehmenden Finanzierung von Übernahmen durch Fremdmittel. Diese Möglichkeiten waren zwar auch schon vorher bekannt, aber erst in den 80er Jahren wurde die Technik mehr und mehr perfektioniert. Mit der zunehmenden Perfektion der Fremdfinanzierung erweiterte sich der Kreis der potentiellen Bieter. Auch nicht sonderlich kapitalstarke Unternehmen konnten nun als Käufer in Erscheinung treten. Des Weiteren kamen nun Unternehmen als Übernahmekandidaten in Frage, die zuvor aufgrund ihrer Größe und der damit benötigten Finanzierungsmittel nicht als Zielgesellschaften geeignet waren<sup>25</sup>. Bei den Fremdfinanzierungsmethoden spielen vor allem der Leveraged Buy Out und der Management Buy Out eine herausragende Rolle. Diese und auch die Möglichkeit der Ausgabe von Junk-Bonds sollen hier kurz vorgestellt werden, um einen kurzen Überblick auf die finanztechnischen Instrumente, insbesondere bei milliardenschweren Unternehmensübernahmen zu werfen.

### **I. Der Leveraged Buy Out (LBO)**

Bei Unternehmensübernahmen spielt vor allem der Leveraged Buy Out eine herausragende Rolle. Man versteht unter einem LBO die Finanzierung eines Unternehmenserwerbs primär durch Fremdkapital und nur sehr begrenzt durch Eigenkapital. Das Fremdkapital wird durch das Vermögen der Zielgesellschaft besichert, Zinsleistungen und Darlehenstilgungen sollen nachfolgend, d.h. nach Abschluss der Übernahme der Zielgesellschaft durch den Bieter und den Cash-Flow der Zielgesellschaft erbracht werden. Notfalls wird dabei auf die stillen Reserven des Zielunternehmens Zugriff genommen<sup>26</sup>. Auch nach der Verschmelzung der Zielgesellschaft kann mit der Übernahmegesellschaft durch gezielte Weiterveräußerung der wertvollsten Aktiva des Unternehmens (crown jewels) Kapital wieder eingespielt werden.

Bei dem LBO macht man sich die Hebelwirkung zunutze, die zu einer Renditeerhöhung beim Austausch von Eigen- gegen Fremdkapital führt (Leverage-Effekt) und zahlt die für die Finanzierung der Übernahme aufgenommenen Kredite aus dem erhöhten Cash

---

<sup>24</sup> Vgl. Werner, S. 9.

<sup>25</sup> Vgl. Otto in Beilage Nr. 12 zu DB 29/88, S. 13.

<sup>26</sup> Vgl. Lutter/Wahlers in AG 1/89, S. 1; Werner, S. 9.

Flow und eventuell stillen Reserven des übernommenen Unternehmens zurück<sup>27</sup>. Die zunehmende Beliebtheit von Leveraged Buy Outs resultiert daraus, dass die Rendite des eingesetzten Eigenkapitals mit zunehmender Fremdkapitalquote gesteigert werden kann<sup>28</sup>. Zumindest ist der Erwerber regelmäßig darauf angewiesen, das Vermögen der Zielgesellschaft zur Rückführung, bzw. Besicherung seiner finanzierungsbedingten Verbindlichkeiten einzusetzen<sup>29</sup>.

## **II. Der Management Buy Out (MBO)**

Wird das Unternehmen vom Management übernommen, spricht man von Management Buy Out (MBO). Da das Management mangels genügendem eigenen Kapital in der Regel zur gleichen Finanzierungsstrategie, der Finanzierung der Übernahme über Fremdkapital greifen muss, handelt es sich im Grunde hierbei um nichts anderes als einen Spezialfall des LBO<sup>30</sup>. Auch hier wird die Finanzierung der Übernahme unter Einsatz einer hohen Leverage-Wirkung des Fremdmiteinsatzes durchgeführt.

## **III. Die Junk-Bonds**

Eine ähnliche Vorgehensweise wie der LBO und der MBO stellt die Finanzierung einer Übernahme mit sog. Junk-Bonds oder High Yield Bonds dar. Diese sind hochverzinsliche Papiere niedriger Güte, welche eigens zur Finanzierung von Unternehmensübernahmen geschaffen wurden. Nach vollzogener Übernahme wird ein Teil der Schulden durch den Verkauf von Unternehmensteilen der Zielgesellschaft getilgt<sup>31</sup>.

## **D. Die Arten von Übernahmen**

Die in der Praxis vorkommenden Übernahmetypen werden in der Regel nach zwei Arten von Übernahmen unterschieden. Man spricht von freundlichen und von feindlichen Übernahmen. Entscheidendes Abgrenzungskriterium ist, ob die Übernahme mit oder ohne Einverständnis der Verwaltung der Zielgesellschaft statt findet<sup>32</sup>.

---

<sup>27</sup> Vgl. Salje in JA 11/90, S. 323.

<sup>28</sup> Vgl. Becker in WiSt 5/90, S. 219.

<sup>29</sup> Vgl. Lutter/Wahlers in AG 1/89, S. 1, 2.

<sup>30</sup> Vgl. Otto in Beilage Nr. 12 zu DB 29/88, S. 2; Salje in JA 11/90, S. 323; Lutter/Wahlers in AG 1/89, S. 2.

<sup>31</sup> Vgl. Meier-Schatz in WuR 1/87, S. 21.

<sup>32</sup> Vgl. Menichetti in WiSt 10/90, S. 521.

## I. Die „freundliche“ Übernahme

Die Unternehmensübernahmen, die im beiderseitigen Einverständnis und in Zusammenarbeit zwischen den Verwaltungen der beteiligten Unternehmen erfolgen, gelten als freundliche Übernahmen. Hiervon sind diejenigen Übernahmen zu trennen, die gegen den Willen und unter Ausschaltung des Zielmanagements erfolgen. In diesen Fällen kann von einer Zusammenarbeit zwischen den Verwaltungen keine Rede sein<sup>33</sup>. Die als typisch freundliche Übernahme bezeichneten Unternehmensverträge und Fusionen setzen neben dem Zusammenwirken der Verwaltungen der beteiligten Unternehmen auch die Zustimmung durch die Hauptversammlungen des Bieters und der Zielgesellschaft voraus<sup>34</sup>. Die wichtigsten Unternehmensverträge sind gemäß §291 Abs. 1 AktG der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag. Gemäß §293 Abs. 1 und 2 AktG bedarf es hierzu der Zustimmung der Hauptversammlung sowohl auf Seiten des Bieters als auch auf Seiten der Zielgesellschaft. Auch die Verschmelzung<sup>35</sup> bedarf gemäß §13 Abs. 1 UmwG der Zustimmung der Anteilseigner beider beteiligter Unternehmen.

Die in den §§291 – 338 AktG enthaltenen konzernrechtlichen Vorschriften beruhen der Sache nach auf einer Einteilung der möglichen Konzernierungsformen in den Vertragskonzern (§§291 – 310 AktG), den sog. faktischen Konzern (§§310 – 318) und die Eingliederung (§§319 – 327)<sup>36</sup>. Regelungen hinsichtlich eines Verfahrensablaufes einer Übernahme sind in diesen Vorschriften nicht enthalten. Dieser Umstand macht wiederum den Regelungsansatz des deutschen Konzernrechts besonders deutlich. Das deutsche Konzernrecht geht von der bereits bestehenden Unternehmensverbindung aus. Das primäre Regelungsziel ist daher nicht der im Verfahrensablauf relevante Bereich der Konzernbildung, sondern die Ordnung der bereits bestehenden Konzernverbindung, insbesondere also der Schutz der bereits abhängigen Gesellschaft und ihrer Minderheitsaktionäre<sup>37</sup>.

<sup>33</sup> Vgl. Stoll in BB 5/89, S. 302; Niessen, S. 39.

<sup>34</sup> Vgl. Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, S. 11.

<sup>35</sup> Die Verschmelzung ist als eine Art von Umwandlung in §§1 Abs. 1 Nr. 1, 2 bis §122 UmwG geregelt, (UmwG - Das Umwandlungsgesetz).

<sup>36</sup> Vgl. Heinsius in Schmitthoff/Goré/Heinsius, S. 37.

<sup>37</sup> Vgl. Emmerich/Sonnenschein, S. 2; Knoll, S. 150.

## II. Die „feindliche“ Übernahme

Bei der feindlichen Übernahme handelt es sich um einen Problemkreis, der zuerst unter dem Begriff des hostile- oder unfriendly takeover in den anglo-amerikanischen Ländern, vor allem in den USA eine ausgesprochen große Bedeutung erlangt hat<sup>38</sup>.

### a) Der Begriff der Feindlichkeit

Die als feindlich bezeichneten Übernahmen haben ein gemeinsames Merkmal. Sie vollziehen sich direkt zwischen dem Bieter und den Anteilseignern des Zielunternehmens. Der Vorstand und der Aufsichtsrat des Zielunternehmens bleiben dabei ausgeschaltet<sup>39</sup>. Diese Übernahmen sind somit von solchen Unternehmenszusammenschlüssen zu unterscheiden, die sich in Kooperation und Koordination zwischen dem Management der Zielgesellschaft und dem Übernehmenden vollziehen. Erfolgt der Anteilserwerb gegen den Willen der Verwaltung der Zielgesellschaft, so wird der feindliche Charakter der Übernahme begründet<sup>40</sup>.

Es stellt sich allerdings die Frage, wem gegenüber die Übernahme als feindlich erscheint. In Frage kommen hier die Aktionäre der Zielgesellschaft, die Zielgesellschaft selbst und deren Verwaltung<sup>41</sup>. Für die Aktionäre der Zielgesellschaft muss die Übernahme nicht zwangsläufig zu Nachteilen führen. Oftmals liegt der gebotene Preis für ihre Anteile weit über dem Wert, der an der Börse erzielt werden könnte<sup>42</sup>. Für die oftmals ohnehin renditeorientierten Aktionäre der großen Publikumsgesellschaften bedeutet eine feindliche Übernahme somit nicht, wie es der Begriff glauben zu machen scheint, dass ein drohender Nachteil bevorsteht, sondern sie kann im Gegenteil in einer erheblichen Anzahl von Fällen einen Vorteil für die Aktionäre bedeuten<sup>43</sup>. Des Weiteren muss eine feindliche Übernahme auch nicht zum Schaden der Zielgesellschaft selbst sein. In diesem Zusammenhang ist immer wieder die Rede davon, der Übernehmende wolle die Gesellschaft ohnehin nur billig erwerben, um sie hinterher aufzuspalten und die Einzelteile gewinnbringend zu verkaufen. Vielmehr kann das übernommene Unternehmen oft in einem Unternehmensverbund aufgenommen werden und ebenfalls von Synergieeffekten oder der Finanzkraft des Übernehmenden profitieren.

<sup>38</sup> Vgl. Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1105.

<sup>39</sup> Vgl. Stoll in BB 5/89, S. 302; Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1106.

<sup>40</sup> Vgl. Michalski in AG 4/97, S. 152; Schander in BB 36/97, S. 1801.

<sup>41</sup> Vgl. Peltzer in ZIP 2/89, S. 69; Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1105.

<sup>42</sup> Vgl. Hauschka/Roth in AG 7/88, S. 182.

<sup>43</sup> Vgl. Sünner in AG 9/87, S. 279; Peltzer in ZIP 2/89, S. 72.

Die als feindlich bezeichnete Übernahme fordert in vielen Fällen jedoch ein wirkliches Opfer, nämlich die Verwaltung der Zielgesellschaft. Der Übernehmende strebt in aller Regel so schnell und umfassend wie möglich nach der Kontrolle über die Zielgesellschaft. Dabei ist es gleichgültig, ob der Bieter mit der Übernahme an einer Zerschlagung der Gesellschaft interessiert ist oder ob er weitergehende unternehmerische Interessen verfolgt<sup>44</sup>. Das Interesse, eine Übernahme zu verhindern, ist somit vor allem bei dem betroffenen Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft vorhanden. Obwohl sich die Unternehmensübernahme als Wechsel der Eigentümerstellung, d.h. der Trägerschaft der juristischen Person darstellt, die die Identität der Zielgesellschaft nicht berührt, und obwohl dieser Übertragungsakt konkret nur die Position der Aktionäre betrifft, wird bei der Einstufung als feindlich gerade nicht auf diese berührten Interessen, sondern auf die Verwaltung abgestellt. Die Verwaltung wird aber nur wirtschaftlich von diesem Trägerwechsel betroffen. Dahinter verbirgt sich letztlich die Problematik der allgemeinen Stellung des Vorstands, bzw. des Geschäftsführungsorgans im Verhältnis zur Gesellschaft sowie den Gesellschaftern<sup>45</sup>.

Der Begriff der Feindlichkeit einer Übernahme vermag den unzutreffenden Eindruck zu erwecken, eine solche sei zwangsläufig zum Schaden der Zielgesellschaft. Was verwaltungsfeindlich ist, muss aber keinesfalls gleichzeitig gesellschaftsfeindlich sein. Daher wird in der Literatur von unkoordinierten Übernahmen gesprochen<sup>46</sup>. Die Ausdrucksweise der unkoordinierten Übernahme hat viel für sich, dennoch soll in der vorliegenden Arbeit der weitläufige Begriff der feindlichen Übernahme verwendet werden, da dieser sich in der Praxis zu einem feststehenden Ausdruck für die Bezeichnung von unkoordinierten Übernahmen, also Übernahmen entgegen dem Willen des Managements der Zielgesellschaft, entwickelt hat.

Der mit einer Übernahme beabsichtigte Mehrheitserwerb kann auf unterschiedliche Weise geschehen.

---

<sup>44</sup> Vgl. Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1105.

<sup>45</sup> Vgl. Stoll in BB 5/89, S. 302; Knoll, S. 37.

<sup>46</sup> Vgl. Peltzer in ZIP 2/89, S. 69; Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1105.

## b) Die Erscheinungsformen der feindlichen Übernahme

### 1. Der Aufkauf von Aktien über die Börse

Die erste Möglichkeit einer feindlichen Übernahme ist der langsame, systematische Ankauf von Aktien über die Börse. Man spricht hier von einem creeping-takeover<sup>47</sup>. Dabei wird der Übernehmende eine so hohe Anzahl von Aktien über die Börse aufkaufen, bis er die Kontrollmehrheit an dem Zielunternehmen erlangt hat<sup>48</sup>. Der allmähliche Ankauf von Aktien über die Börse, der voraussetzt, dass das betreffende Papier börsennotiert ist, hat den Vorteil, dass er sich infolge der Anonymität der Kursbildung an der Börse nicht als einheitlicher Erwerbsvorgang und Paketbildung darstellt und zum jeweiligen Tageskurs geschehen kann.

Durch diese Vorgehensweise kann das Übernahmebegehren des Bieters zumindest bis zum Erreichen bestimmter Beteiligungsquoten und der damit verbundenen Meldepflicht unerkannt bleiben. Gemäß §20 Abs. 1 AktG hat der Übernehmende der Gesellschaft unverzüglich schriftlich mitzuteilen, wenn er mehr als 25% ihrer Aktien besitzt oder der Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung nach §20 Abs. 4 AktG vorliegt<sup>49</sup>. Der Zweck dieser Normen ist es, sowohl die Aktionäre als auch die Gläubiger und die Öffentlichkeit über geplante und bestehende Konzernbildungen zu informieren. Weiterhin soll auch die Verwaltung der Gesellschaft einen Überblick über die vorhandenen Gesellschafterstrukturen erhalten. Sofern die beauftragten Kreditinstitute geschickt genug sind zu vermeiden, dass die Existenz eines Aufkäufer offenkundig wird, stellt das creeping-takeover zumindest bis zu dem Erreichen dieser Grenzen der Meldepflicht ein geeignetes Mittel zur Übernahme dar. Die Geheimhaltung wird oftmals nur schwer gelingen, da ein auffälliges Ansteigen des Börsenkurses der Aktie der Zielgesellschaft und eine starke Zunahme des Umsatzes der betreffenden Aktie schnell zu Übernahmegerüchten führt. Diese wiederum ziehen in der Regel ihrerseits Kurssteigerungen nach sich, was wiederum eine Verteuerung des Erwerbs des Zielunternehmens zur Folge hat.

Der Weg des creeping-takeover ist damit nicht nur langwierig, er kann vielmehr auch zum Scheitern der Übernahme führen, wenn durch Übernahmegerüchte die Kurse der Aktien explodieren und dadurch die Finanzierung der Übernahme droht unerschwinglich zu werden. Daneben besteht die Gefahr eines nicht genau vorhersehbaren Gesamt-

<sup>47</sup> Vgl. Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1107.

<sup>48</sup> Vgl. Otto in Beilage Nr. 12 zu DB 29/88, S. 5.

<sup>49</sup> Vgl. Stoll in BB 5/89, S. 301

preises für die Übernahme. Darüber hinaus nimmt der gesamte Vorgang eine längere Zeit in Anspruch, in welcher sich das Zielunternehmen eine eventuell geeignete Gegenstrategie zur Abwehr der Übernahme zu eigen machen kann.

## **2. Der Paketkauf**

Die zweite Möglichkeit ist der Kauf eines ganzen Aktienpakets. Der Erwerb eines oder mehrerer größerer Aktienpakete außerhalb der Börse ist zwar häufig zum Erlangen der angestrebten Beteiligungsquote, meist mindestens 51% des Aktienkapitals, nicht ausreichend, hat aber den Vorteil, keine Spuren an der Börse zu hinterlassen und gegebenenfalls schnell und unbemerkt vonstatten gehen zu können. Über die Börse können dann noch fehlende Anteile hinzu erworben werden. Insgesamt wird der Paketkauf schneller durchzuführen sein als ein langsamer Aufkauf über die Börse, und ein solcher Erwerb wird sich zudem besser geheimhalten lassen. Weiterhin setzt der Paketerwerb freilich eine entsprechende Struktur des Aktionärskreises voraus. Er kommt bei stark gestreuten Aktienbesitz nicht in Betracht<sup>50</sup>.

Die Veräußerungsbereitschaft der Großaktionäre wird regelmäßig nur bei Zahlung eines erheblichen Paketzuschlags, d.h. eines Zuschlags zuzüglich des aktuellen Börsenkurses der Aktie, zu erlangen sein. Das Aktienpaket ist mithin teurer als die Summe dessen, was für die gleiche Zahl von Aktien zu bezahlen wäre, wenn sie jeweils von Kleinaktionären erworben würden. Die Möglichkeit des Paketkaufs bietet sich auch bei Unternehmen anderer Rechtsformen an<sup>51</sup>.

## **3. Das öffentliche Übernahmeangebot**

Bei den jüngsten Fusionsbewegungen stechen ganz besonders zwei Merkmale ins Auge. Zum einen werden regelrechte „Übernahmeschlachten“ um immer größere Einheiten geschlagen, und nur einige wenige finanzkräftige Unternehmen scheinen in ihrer Unabhängigkeit ungefährdet. Zum anderen vollziehen sich Unternehmenszusammenschlüsse immer mehr mittels der spezifischen Rechtstechnik des Übernahmeangebots. Dieses ist mittlerweile nicht nur zum verbreitetsten, sondern auch zum wichtigsten Instrument des Kontrollerwerbs über fremde Unternehmen geworden<sup>52</sup>. Die Abgabe eines öffentlichen

<sup>50</sup> Vgl. Meier-Schatz in WuR 1/87, S. 18; Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer, S. 11.

<sup>51</sup> Vgl. Becker in WiSt 5/90, S. 218.

<sup>52</sup> Vgl. Meier-Schatz in WuR 1/87, S. 17.

Übernahmeangebots ist in England als take-over bid, in den USA als tender-offer bekannt<sup>53</sup>.

Ein Übernahmeangebot kann auf einer Absprache der Verwaltungen beruhen, braucht es aber keineswegs. Kaum ein Phänomen des Wirtschaftsgeschehens ist aufregender als das öffentliche, an Publikumsaktionäre gerichtete, mit der Verwaltung der Zielgesellschaft nicht abgestimmte und auf den Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung abzielende sog. feindliche Übernahmeangebot<sup>54</sup>. Insbesondere die börsennotierten, sich in Streubesitz befindlichen Aktiengesellschaften sind Übernahmeobjekte, bei welchen sich das Übernahmeangebot an die Aktionäre der Zielgesellschaft als das effektivste Mittel zur Übernahme darstellt, da sich hierdurch innerhalb kurzer Zeit ein Großteil der Aktionäre ansprechen lässt<sup>55</sup>. Damit steht fest, dass der Aufkauf über die Börse und das öffentliche Übernahmeangebot Kaufvarianten darstellen, denen im Hinblick auf börsennotierte Publikumsgesellschaften die größte Relevanz zukommt. Das Übernahmeangebot hat den Vorteil, dass in relativ kurzer Zeit eine Kontrollmehrheit erreicht werden kann, ohne dass gleichzeitig ein Anstieg der Kurse befürchtet werden muss, so wie dies bei sukzessiven Zukauf über die Börse unvermeidlich wäre<sup>56</sup>.

### **3.1. Die Definition des öffentlichen Übernahmeangebots**

Übernahmeangebote gemäß §29 Abs. 1 WpÜG sind Angebote, die auf den Kontrollwerb der Zielgesellschaft gerichtet sind. Angebote im Sinne von §2 Abs. 1 WpÜG sind freiwillige oder auf Grund einer Verpflichtung nach dem WpÜG erfolgende öffentliche Kauf- oder Tauschangebote zum Erwerb von Wertpapieren der Zielgesellschaft<sup>57</sup>, §2 Abs. 1 WpÜG verlangt als Voraussetzung für die Qualifikation als Angebot ein öffentliches Angebot, ohne dies jedoch näher auszuführen. Für die Beurteilung, ob ein öffentliches Angebot vorliegt, sind gemäß der Begründung zum Regierungsentwurf des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes mehrere Kriterien heranzuziehen, so zum Beispiel die mit dem Angebot angesprochene Anzahl von Wertpapierinhabern<sup>58</sup>.

<sup>53</sup> Vgl. Dietrich in AWD 6/73, S. 304.

<sup>54</sup> Vgl. Krause in WM 19/96, S. 845.

<sup>55</sup> Vgl. Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, S. 7.

<sup>56</sup> Vgl. Becker in WiSt 5/90, S. 218; Otto in Beilage Nr. 12 zu DB 29/88, S. 4.

<sup>57</sup> Vergleiche das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), BGBl. I vom 20.12.2001, S. 3822, abgedruckt in Geibel/Süßmann; Mülbart in ZIP 29/2002, S. 1223, Krause in NJW 10/2002, S. 706, Oechsler in NZG 18/2001, S. 825.

<sup>58</sup> Vgl. Assmann in AG 3/2002, S.115.

Anders als bei den Unternehmensübernahmen, die zwischen den Vorständen zweier Unternehmen ausgehandelt werden, sind bei öffentlichen Übernahmeangeboten die Aktionäre der Zielgesellschaft unmittelbar angesprochen, und zwar öffentlich und jeder einzeln, also nicht kollektiv in der Hauptversammlung. Die Entscheidung über die Annahme des Angebots ist allein Sache jedes einzelnen Aktionärs der Zielgesellschaft. Dessen Zustimmung kann anders als bei der Fusion oder Spaltung nicht etwa durch einen wenn auch mit qualifizierter Mehrheit gefassten Beschluss der Hauptversammlung ersetzt werden<sup>59</sup>.

Das Übernahmeangebot bedarf zunächst einer Vorbereitung. Die konkrete Planung und die Erarbeitung der Dokumentation kann beginnen, wenn der Bieter eine hinreichend sichere Entscheidung getroffen hat, tatsächlich ein Übernahmeangebot abzugeben. Auch wenn auf Grund der Analysen der Investmentbanken und sonstiger Berater schon im Vorfeld einer solchen Entscheidung die Kernpunkte des geplanten Angebots festgelegt werden, muss noch eine Fülle von Details geklärt werden. Dies lässt sich besonders eindrucksvoll am Fall Vodafone/Mannesmann erläutern. Zwischen der Bekanntgabe der Absichtserklärung von Vodafone am 19. November 1999, ein Übernahmeangebot für die Mannesmann AG abzugeben und der Veröffentlichung des eigentlichen Umtauschangebots-Dokuments am 23. Dezember 1999 lag ein Zeitraum von ca. fünf Wochen. Während dieser Zeit waren mehr als hundert Berater praktisch rund um die Uhr mit der Vorbereitung des Angebots beschäftigt. Hierbei musste eine Detailanalyse der Marktsituation und der Entwicklung des Unternehmenswertes der Zielgesellschaft vorgenommen werden. Aber auch die zu erzielenden Synergien waren zu klären, und die Unternehmensstrukturierung im Falle eines Erfolgs war zu durchdenken. Zusätzlich musste die Finanzierung sichergestellt werden, und die hierzu nötigen Vereinbarungen mussten abgeschlossen werden. In allen Einzelbereichen war zugleich eine genaue rechtliche Analyse des Vorhabens erforderlich<sup>60</sup>.

Der Haupteffekt des öffentlichen Übernahmeangebots liegt jedoch in seiner Überraschungswirkung auf das Management der Zielgesellschaft und in dem durch die Fristbegrenzung des Angebots erzeugten Entscheidungsdruck, unter welchen die Aktionäre gesetzt werden. Einerseits muss sich das Management der Zielgesellschaft unter enor-

---

<sup>59</sup> Vgl. Hopt in FS Zöllner, S. 254; Hauschka/Roth in AG 7/88, S. 182; Meier-Schatz in ZHR 149/85, S. 78; Bess in AG 7/76, S. 169.

<sup>60</sup> Vgl. Riehmer/Schröder in NZG 16/2000, S. 820.

mem Zeitdruck darüber einig werden, ob und gegebenenfalls, welche möglichen Abwehrmaßnahmen es treffen kann. Andererseits ist der Anreiz für die Aktionäre, ihre Aktien zu einem in der Regel deutlich über dem Börsenkurs liegenden Preis abgeben zu können, naturgemäß sehr groß, noch dazu, wenn das Übernahmeangebot auf einen kurzen Zeitraum befristet ist. Die Kleinaktionäre, die ohnehin keine unternehmerischen Absichten mit ihrem Aktienbesitz verknüpfen, werden dieser Versuchung selten widerstehen können<sup>61</sup>.

Obwohl Übernahmeangebote mit dem Vorteil des Überraschungsmoments plaziert werden können, haftet ihnen doch durchweg der Nachteil eines nicht unerheblichen Erfolgsrisikos und eines drohenden Verlustes nicht unerheblicher Aufwendungen an. Zu den diesbezüglichen Unwägbarkeiten gehört das Verhalten des Managements der Zielgesellschaft. Inwieweit dieses das Verhalten der Aktionäre mittels Erklärungen, Empfehlungen oder Versprechungen und damit zugleich die wirtschaftlichen und institutionellen Gegebenheiten zu beeinflussen und zu verändern vermag, ist für den Bieter bei Abgabe des Übernahmeangebots an die Aktionäre der Zielgesellschaft nicht abzuschätzen<sup>62</sup>.

### **3.2. Die rechtliche Qualifikation eines Übernahmeangebots**

Freiwillige Übernahmeangebote zielen auf den Abschluss eines Kauf- oder Tauschvertrages mit den angesprochenen Aktionären der Zielgesellschaft und sind insoweit nach den allgemeinen Bestimmungen des bürgerlichen Rechts zu beurteilen. Sie können dementsprechend als bindendes Angebot zum Abschluss solcher Verträge zu qualifizieren sein. Denkbar ist aber auch, dass sie lediglich eine unverbindliche Aufforderung zur Abgabe eines Kauf- oder Tauschangebots seitens der Anteilseigner der Zielgesellschaft sein sollen. Solange sich letzteres indes nicht eindeutig aus dem Text des Übernahmeangebots ergibt, ist grundsätzlich von einem Angebot des Bieters zum Erwerb der Aktien der angesprochenen Aktionäre der Zielgesellschaft auszugehen<sup>63</sup>. Darüber hinaus unterliegt das Übernahmeangebot grundsätzlich auch der Beurteilung und insbesondere der materiellen Inhaltskontrolle durch das AGBG<sup>64</sup>. §23 Abs. 1 AGBG steht dem nicht entgegen. Denn bei dem öffentlichen Übernahmeangebot steht nicht das Verhältnis des

<sup>61</sup> Vgl. Otto in Beilage Nr. 12 zu DB 29/88, S. 4.

<sup>62</sup> Vgl. Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, S. 13.

<sup>63</sup> Vgl. Heinsius in Schmitthoff/Goré/Heinsius, S. 48; Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, S. 83.

<sup>64</sup> Das Gesetz zur Regelung des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen. Hält man das AGBG für anwendbar, gehen diesbezügliche Unklarheiten schon aufgrund des §5 AGBG zu Lasten des Bieters, ziehen also die Deutung des Übernahmeangebots als bindendes Angebot im rechtsgeschäftlichen Sinne nach sich.

ausscheidenden Gesellschafters zur Gesellschaft im Vordergrund. Der Schwerpunkt liegt vielmehr auf einem schuldrechtlichen Austauschverhältnis. Somit liegen keine gesellschaftsrechtlichen Verträge vor.

### **3.3. Der Inhalt eines Übernahmeangebots**

Bis zum Inkrafttreten des WpÜG am 1. Januar 2002 gab es über den Inhalt eines öffentlichen Übernahmeangebots keinerlei gesetzliche Vorschriften. Es hatte sich jedoch in Anlehnung an den deutschen Übernahmekodex ein Mindestinhalt herausgebildet. Danach enthält gemäß Art. 7 des Übernahmekodex<sup>65</sup> ein Übernahmeangebot üblicherweise den Namen des Bieters und der Zielgesellschaft, den Preis pro Aktie, den zeitlichen Ablauf des Verfahrens und andere wesentliche Informationen. Das WpÜG folgt dieser Richtung. Danach hat der Bieter nach Veröffentlichung (§10 Abs. 1 WpÜG) seiner Entscheidung zur Abgabe eines Angebots eine Angebotsunterlage zu erstellen und zu veröffentlichen (§11 Abs. 1 WpÜG). Inhalt dieser Angebotsunterlage sind gemäß §11 Abs. 2 Satz 2 WpÜG Angaben bezüglich Name, Anschrift und evtl. der Rechtsform des Bieters und der Zielgesellschaft, der Wertpapiere, die Gegenstand des Angebots sind, Art und Höhe der Gegenleistung, Bedingungen, von denen die Wirksamkeit des Angebots abhängt und der Beginn und das Ende der Annahmefrist. Dem Angebot sind neben diesem Inhalt aus §11 Abs. 2 Satz WpÜG auch ergänzende Angaben gemäß §11 Abs. 2 Satz 3 WpÜG hinzuzufügen<sup>66</sup>.

### **3.4. Die Abgrenzung zur konzernrechtlichen Abfindung**

Voranstellend ist auf folgende Unterscheidung hinzuweisen: Das öffentliche, freiwillige Übernahmeangebot ist von den Angeboten, die aufgrund konzernrechtlicher Vorschriften an außenstehende Aktionäre gemacht werden müssen, zu unterscheiden. Diese konzernrechtlichen Angebote sind im Wesentlichen nach vorangegangenem Abschluss eines Unternehmensvertrages zu stellen, insbesondere bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen nach §305 AktG und bei einer Eingliederung nach §320 b AktG<sup>67</sup>. Es handelt sich dabei um Abfindungsangebote an die noch freien Aktionäre der zu über-

<sup>65</sup> Vergleiche den Übernahmekodex vom 28. Januar 1997, am 1. Januar 1998 in Kraft getreten, abgedruckt in AG 3/98, S. 133 ff.

<sup>66</sup> Vergleiche das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), BGBl. I vom 20.12.2001, S. 3822, abgedruckt in Geibel/Süßmann; Krause in NJW 10/2002, S. 706.

<sup>67</sup> Vgl. Peltzer in ZIP 2/89, S. 72; Heinsius in Schmitthoff/Goré/Heinsius, S. 58.

nehmenden Gesellschaft<sup>68</sup>. Im Zusammenhang mit feindlichen Übernahmen interessiert nur das freiwillige Übernahmeangebot.

Danach handelt es sich bei Übernahmeangeboten um ein ohne Bestehen einer diesbezüglichen Rechtspflicht von Bieter an alle Aktionäre der Zielgesellschaft gerichtetes öffentliches Angebot mit dem Inhalt, deren Aktien in begrenztem Umfang (Teilangebot) oder unbegrenztem Umfang innerhalb eines limitierten Zeitraumes unter gleichen Bedingungen, zu einem bestimmten Preis (Barangebot) oder im Tausch gegen andere Aktien (Tauschangebot) zu erwerben<sup>69</sup>.

### **E. Die Vorschriften zur Regelung von Übernahmeverfahren bei Abgabe eines Übernahmeangebots**

Wie soeben gezeigt, können sich die Interessen bei Abgabe eines Übernahmeangebots ganz erheblich unterscheiden. Während der Vorstand der Zielgesellschaft um seine Stellung bangt und der Übernahme gegenüber eher negativ eingestellt ist, sind die Aktionäre der Zielgesellschaft meist daran interessiert, das in der Regel großzügige Übernahmeangebot anzunehmen.

Um die einzelnen Interessen der Beteiligten hinreichend berücksichtigen zu können, bedarf es einer Regelung über den Ablauf und die Voraussetzungen eines solchen Übernahmeverfahrens. Bisher existierte in Deutschland lediglich der freiwillige Übernahmekodex. An seine Stelle ist zum 1. Januar 2002 in Deutschland mit dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) erstmals eine umfassende gesetzliche Regelung von öffentlichen Übernahmeangeboten getreten<sup>70</sup>.

Der Übernahmekodex, der Entwurf eines deutschen Übernahmegesetzes (ÜG), aus dem das WpÜG maßgeblich entwickelt wurde, das WpÜG selbst, als auch die 13. EU-Richtlinie zum Übernahmerecht, die durch das Europäische Parlament am 4. Juli 2001 abgelehnt wurde, sollen im Folgenden kurz veranschaulicht werden.

<sup>68</sup> Vgl. Otto in Beilage Nr. 12 zu DB 29/88, S. 3.

<sup>69</sup> Vgl. Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, S. 8; Bess in AG 7/76, S. 169.

<sup>70</sup> Vgl. Zehetmeier-Müller in Geibel/Süßmann, Einl. Rn. 1; Winter/Harbarth in ZIP 1/2002, S. 1.

## **I. Der Übernahmekodex in Deutschland**

### **a) Die rechtliche Einordnung**

In Deutschland wurde bis zum 1. Januar 2002 der Weg der freiwilligen Selbstregulierung beschritten. Die Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium für Finanzen stellte im Jahre 1979 Leitsätze für öffentliche freiwillige Kauf- und Umtauschangebote auf und unternahm damit den ersten Versuch einer freiwilligen Regelung<sup>71</sup>. Der zunehmende internationale Wettbewerb um anlagesuchendes Kapital führte in den 90er Jahren zu dem Zwang, internationale Standards auf dem deutschen Kapitalmarkt nachzuweisen. Der Gesetzgeber regelte durch das zweite Finanzmarktförderungsgesetz den Bereich der Unternehmenstransparenz und des Insiderhandels. Das Übernahmerecht blieb dagegen weiterhin der freiwilligen Selbstregulierung überlassen. Die Börsensachverständigenkommission stellte im Anschluß daran eine Empfehlung von Verhaltensnormen für die an freiwilligen öffentlichen Übernahmeangeboten beteiligten Parteien auf, die als Übernahmekodex veröffentlicht wurde. Dieser löste die sog. Leitsätze ab und trat am 1. Oktober 1995 in Kraft. Seit dem 1. Januar 1998 gilt der Kodex in seiner überarbeiteten Fassung vom 28. November 1997<sup>72</sup>.

Das deutsche Modell des freiwilligen Übernahmekodex knüpft an die formelle Anerkennung der Betroffenen an. Anerkennungslücken sind dabei jedoch unvermeidlich, und genau dies stellt den größten Nachteil der deutschen Lösung dar<sup>73</sup>. Tatsächlich sind im Jahre 1997 nur etwa 87% der DAX 30 - Unternehmen, 61% der DAX 100 - Unternehmen und sogar nur 40% der etwa 690 börsennotierten inländischen Unternehmen durch freiwillige Anerkennungserklärungen an den Übernahmekodex gebunden<sup>74</sup>. Eine vollständige Annahme des Kodex im Wege der Selbstverpflichtung scheint nicht erreichbar zu sein. Daher bleibt er in seiner praktischen Wirksamkeit deutlich eingeschränkt.

Denn auf der Grundlage des Übernahmekodex können keine gesetzlichen, sondern lediglich vertragliche Verpflichtungen entstehen. Der Bieter verpflichtet sich gemäß Art. 7 Nr. 18 des Übernahmekodex zur Einhaltung der Bestimmungen des Kodex. Die

---

<sup>71</sup> Vgl. Würdinger, S. 240; Wirth/Weiler in DB 3/98, S. 117; Werner, S. 10; Assmann in AG 12/95, S. 563.

<sup>72</sup> Vergleiche den Übernahmekodex mit den Änderungen durch Bekanntmachung der Börsensachverständigenkommission vom 28. Januar 1997, am 1. Januar 1998 in Kraft getreten, abgedruckt in AG 3/98, S. 133 ff.

<sup>73</sup> Vgl. Hopt in FS Zöllner, S. 264; Kallmeyer in ZHR 161/97, S. 435.

<sup>74</sup> Die Zahlen von 1997 nach Loehr, dem Vorsitzenden der Übernahmekommission.

Aktionäre der Zielgesellschaft verpflichten sich durch die Annahme des verbindlichen Angebots. Im Falle einer Verletzung der Bestimmungen des Übernahmekodex durch den Bieter können Aktionäre der Zielgesellschaft somit nur vertragliche Ansprüche geltend machen<sup>75</sup>.

#### **b) Die Zielsetzung**

Der Übernahmekodex regelt in 24 Artikeln den Inhalt des öffentlichen Angebots, das Verhalten von Bieter und Zielgesellschaft und die Einrichtung einer Übernahmekommission. Die Bedingungen, die der Übernahmekodex für den Ablauf einer Übernahme aufstellt, bezwecken in erster Linie den Schutz der Minderheitsaktionäre vor einer Übervorteilung bei öffentlichen Übernahmeangeboten und bei Konzerneingliederungen infolge des Erwerbs einer kontrollierenden Beteiligung. Der Schutzmechanismus basiert dabei auf folgenden vier Grundprinzipien: Seitens des Bieters auf dem Gebot der Gleichbehandlung aller an dem Übernahmeprozess beteiligten Aktionäre (Art. 1) und der Abgabe eines Pflichtangebots an die außenstehenden Aktionäre bei Erreichen der Kontrolle über ein anderes Unternehmen (Art. 16). Auf Seiten der Zielgesellschaft stellt den Kernpunkt der Regelung die Sicherstellung der Transparenz des Vorhabens sowie der Grundsatz der Verwaltungsneutralität dar. Der Vorstand der Zielgesellschaft hat seine Aktionäre mit Informationen hinsichtlich des Unternehmens und auch der Übernahme zu versorgen (Art. 2), eine Stellungnahme zum Übernahmeangebot abzugeben (Art. 18) und Marktmanipulationen und Verteidigungsmaßnahmen zu unterlassen (Art. 3, 19). Dadurch soll den betroffenen Aktionären eine freie Entscheidung über die Annahme oder Ablehnung des Übernahmeangebots ermöglicht und die Gefahr einer Fehleinschätzung und nachteiligen Verfügung über die Beteiligung vermieden werden<sup>76</sup>.

Eine Regelung des Übernahmerechts ist deshalb zu begrüßen, weil es für die Rechtssicherheit wichtig ist, einen geregelten Verfahrensablauf mit Mindestanforderungen zum Schutz aller Beteiligten und für alle bindend aufzustellen. Zwar gibt es bisher keine gesetzliche Regelung in Deutschland, sondern nur eine durch ihre faktische Beachtung oder ausdrückliche Anerkennung Geltung erlangende Selbstregulierungsmaßnahme. Deren Bedeutung ist aber aus mehreren Gründen unverkennbar<sup>77</sup>: Auf Empfehlungen

<sup>75</sup> Vgl. Weisgerber in ZHR 161/97, S. 424; Hirte/Schander, S. 349, Hopt in ZHR 161/97, S. 400.

<sup>76</sup> Vgl. Hirte/Schander, S. 350.

<sup>77</sup> Vgl. Assmann in AG 12/95, S. 572.

der Börsensachverständigenkommission basierend, liegt ihr ein nicht unerheblicher Sachverstand zugrunde, so dass sie, auch wenn sie nicht in großem Maße durch Anerkennungserklärungen bestätigt würde, eine Modellfunktion für mögliche gesetzliche Regelungen übernehmen könnte. Zum anderen wird der Kodex, unabhängig von seiner rechtlichen Unverbindlichkeit im Ausgangspunkt, international als ein beachtenswerter Akt der Selbstregulierung gesehen und als Ausdruck des Willens gewertet, den deutschen Finanzplatz internationalen Regelungsstandards anzupassen.

Aufgrund seiner rechtlichen Unverbindlichkeit erwies sich der Kodex aber in der Praxis als Hindernis für die Entwicklung eines die Interessen der Kapitalmärkte, der Anleger und der Minderheitsaktionäre angemessen berücksichtigenden Übernahmerechts<sup>78</sup>.

Zum 1. Januar 2002 ist in Deutschland mit dem WpÜG an die Stelle des Übernahmekodex erstmals eine gesetzliche Regelung von öffentlichen Übernahmeangeboten getreten. Der Übernahmekodex soll nach dem 1. Januar 2002 nur noch beschränkte Geltung behalten. Der Kodex wird weiterhin für Angebote zum Erwerb von Wertpapieren und Übernahmeangebote, die bis zum 31. Dezember 2001 veröffentlicht worden sind, gelten. Dasselbe gilt für einen bis zu diesem Zeitpunkt erfolgten Kontrollerwerb.

## **II. Der Entwurf eines deutschen Übernahmegesetzes**

### **a) Die rechtliche Einordnung**

Ein erstmals geplantes deutsches Übernahmegesetz beruhte auf dem im Juli 1997 von der damaligen SPD-Fraktion vorgestellten Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von Unternehmensübernahmen<sup>79</sup>, der in der Fassung vom 29. Juni 2000 von dem Bundesministerium für Finanzen (BMF) in Form eines Diskussionsentwurfs vorgelegt wurde und welchem zuletzt noch am 12. März 2001 ein Referentenentwurf folgte. Beide Entwürfe basierten weitgehend auf dem gemeinsamen Standpunkt des Europäischen Rats zum Entwurf der EU-Richtlinie vom 19. Juni 2000<sup>80</sup>.

<sup>78</sup> Vgl. Land/Hasselbach in DB 35/2000, S. 1747.

<sup>79</sup> Diesem Entwurf waren schon ein Gesetzesentwurf aus dem Jahre 1994 (BT-Drucks. 12/7350) sowie der SPD-Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung von Transparenz und Beschränkung von Machtkonzentration in der deutschen Wirtschaft vom 30. Januar 1995 (BT-Drucks. 13/367) vorausgegangen; vgl. Hopt in FS Zöllner, S. 267; Schiessl in AG 10/99, S. 449.

<sup>80</sup> Vgl. Zehetmeier-Müller in Geibel/Süßmann, Einl. Rn. 11.

## b) Die Zielsetzung

Durch das geplante Gesetz sollten alle Beteiligten an einem Übernahmeverfahren dazu verpflichtet werden, die darin aufgestellten Grundsätze und Vorschriften zu respektieren und einzuhalten. Man wollte man der geringen Akzeptanz des Übernahmekodex sowie dessen inhaltlichen Mängel ausgleichen. Inhaltlich sollte der Gesetzesentwurf zwei Komplexe regeln. Zum einen das Verfahren bei Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots und zum anderen die Verpflichtung zum Erwerb der Aktien der außenstehenden Aktionäre, sobald ein Aktionär mehr als 25% der stimmberechtigten Aktien einer börsennotierten Gesellschaft erworben hat. Der Entwurf sah ursprünglich rechtssystematisch die Aufnahme des Übernahmegesetzes in das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)<sup>81</sup> als dessen neuen Abschnitt 5 vor und umfaßte fünfzehn Paragraphen (§§31 – 46 WpHG)<sup>82</sup>.

Dabei blieb es jedoch nicht. Die mehrjährigen Bemühungen des deutschen Gesetzgebers, durch die Verabschiedung eines „Gesetzes zur Regelung von Unternehmensübernahmen“ die Dynamik der Kapitalmärkte in Deutschland zu stärken, die Ausrichtung börsennotierter Unternehmen auf das Shareholder Value - Prinzip zu fördern sowie die seit Jahrzehnten bestehenden Beteiligungsstrukturen aufzubrechen, gipfelten in einem neuen, am 29. Juni 2000 durch das BMF unter SPD-Regierung vorgelegten, überarbeiteten Diskussionsentwurf für ein deutsches Übernahmegesetz<sup>83</sup>, das nach damaligen Plänen 2002 in Kraft treten sollte. Letztendlich hatte die spektakuläre Übernahme der Mannesmann AG durch die Vodafone Air Touch Plc. zu Beginn des Jahres 2000 den Anstoß dazu gegeben, dass im Februar 2000 der Einsatz einer sog. Expertenkommission beschlossen wurde, die die Eckpunkte des geplanten Übernahmegesetzes ausarbeiteten<sup>84</sup>. Dieser Gesetzesentwurf bestand aus 66 Artikeln. Es sollte für eine Gleichbehandlung der Aktionäre und damit für ein faires, geordnetes und transparentes Übernahme-

<sup>81</sup> Das Gesetz über den Wertpapierhandel vom 26. Juni 1994 (BGBl. I, 1749).

<sup>82</sup> Vgl. Hirte/Schander, S. 363.

<sup>83</sup> Der Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von Unternehmensübernahmen (Übernahmegesetz - ÜG), erstmals am 29. Juni 2000 vorgestellt, abgedruckt in NZG 16/2000, S. 844; Land/Hasselbach in DB 35/2000, S. 1747.

<sup>84</sup> Vgl. Land/Hasselbach in DB 35/2000, S. 1747: „Der Kommission gehörten folgende Mitglieder an: Gerhard Schröder (Bundeskanzler), Wolfgang Clement (Ministerpräsident Nordrhein-Westfalen), Hertha Däubler-Gmelin (Bundesjustizministerin), Werner Müller (Bundeswirtschaftsminister), Paul Achleitner (Allianz AG), Klaus Esser (Mannesmann AG), Ron Sommer (Deutsche Telekom AG), Werner Seifert (Deutsche Börse AG), Kurt Viermetz (Hypo-Vereinsbank AG), Ulrich Hoecker (DSW), Theodor Baums (Universität Frankfurt/M), Hubertus Schmold (IGBCE), Roland Berger (Roland Berger Consulting).“

verfahren sorgen. Er lehnte sich im Wesentlichen an den Übernahmekodex und in weiten Teilen auch an die Vorgaben des britischen City Code on Takeovers and Mergers<sup>85</sup>. Zugleich wurden bei diesen vorgelegten Entwürfen des Übernahmegesetzes die wesentlichen Vorgaben des Entwurfs der 13. EU-Richtlinie berücksichtigt<sup>86</sup>. Mit dem Scheitern der 13. EU-Richtlinie im Europäischen Parlament am 4. Juli 2001 wurde auch das zuletzt in Form eines Referentenentwurfs vorliegende deutsche Übernahmegesetz verworfen. Frei von europarechtlichen Vorgaben legte sodann die Bundesregierung am 11. Juli 2001 einen Regierungsentwurf eines Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) vor.

### **III. Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz**

#### **a) Die rechtliche Einordnung**

Zum 1. Januar 2002 ist in Deutschland mit dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)<sup>87</sup> an die Stelle des Übernahmekodex erstmals eine umfassende gesetzliche Regelung von öffentlichen Übernahmeangeboten getreten<sup>88</sup>. Das WpÜG in seiner jetzigen Form basiert maßgeblich auf dem Regierungsentwurf eines Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes der Bundesregierung vom 11. Juli 2001, das wiederum in weiten Teilen eine Fortentwicklung des Referentenentwurfs eines deutschen Übernahmegesetzes vom 12. März 2001 darstellt<sup>89</sup>.

Nachdem der Regierungsentwurf des WpÜG dem Bundesrat am 27. September 2001 zugeleitet und im Finanzausschuss des Deutschen Bundestags am 15. November 2001 noch einigen Änderungen unterzogen und verabschiedet wurde, verkündete man das Gesetz am 22. Dezember 2001 im Bundesgesetzblatt<sup>90</sup>.

<sup>85</sup> Vgl. Land/Hasselbach in DB 35/2000, S. 1748.

<sup>86</sup> Vgl. Riehmer/Schröder in NZG 16/2000, S. 824.

<sup>87</sup> Das Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen ist ein Artikelgesetz; es enthält als Kernstück unter Artikel 1 das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, in Artikel 2 bis 6 Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG), des Auslandsinvestment-Gesetzes, des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG) und des Verkaufsprospektgesetzes, Artikel 7 umfasst die Regelung zum Ausschluss von Minderheitsaktionären (Squeeze out) als neue §§327 a ff. AktG. In Artikel 9 finden sich Änderungen der Bundesgebührenordnung für Rechtsanwälte (BRAGO). Artikel 10 enthält eine Ergänzung der Verkaufsprospekt-Verordnung, der anschließende Artikel 11 regelt die Rückkehr zum einheitlichen Verordnungsrang für künftige Änderungen dieser Ergänzung. Das Inkrafttreten des Artikelgesetzes und der im WpÜG enthaltenen Ermächtigungsgrundlagen für den Erlass von Rechtsverordnungen ist in Artikel 12 geregelt. Vergleiche das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), BGBl. I vom 20.12.2001, S. 3822; abgedruckt in Geibel/Süßmann.

<sup>88</sup> Vgl. Winter/Harbarth in ZIP 1/2002, S. 1.

<sup>89</sup> Vgl. Möller/Pöttsch in ZIP 29/2001, S. 1256.

<sup>90</sup> Vgl. Zschocke in DB 2/2002, S. 79; Zehetmeier-Müller in Geibel/Süßmann, Einl. Rn. 11.

## b) Die Zielsetzung

Ähnlich wie die schon zuvor ergangenen Entwürfe eines deutschen Übernahmegesetzes bestehen die wesentlichen Ziele des WpÜG darin, Leitlinien für ein faires Angebotsverfahren zu schaffen, ohne jedoch Unternehmensübernahmen zu fördern oder zu verhindern, Informationen und Transparenz für die betroffenen Wertpapierinhaber und Arbeitnehmer zu verbessern, die rechtliche Stellung von Minderheitsaktionären bei Unternehmensübernahmen zu stärken und sich an international üblichen Standards zu orientieren<sup>91</sup>.

Gemäß §1 WpÜG ist das Gesetz auf Angebote zum Erwerb von Wertpapieren, die von einer Zielgesellschaft ausgegeben wurden und zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, anzuwenden. §2 WpÜG regelt einige Begriffsbestimmungen, unter anderem das Angebot an sich (§2 Abs. 1 WpÜG), den Begriff der Wertpapiere (§2 Abs. 2 WpÜG), die Zielgesellschaft (§2 Abs. 3 WpÜG) oder den Bieter (§2 Abs. 4 WpÜG). Für alle Angebote sind vom Bieter verschiedene allgemeine Verfahrensgrundsätze zu beachten. Der Bieter hat die Inhaber von derselben Gattung angehörenden Wertpapieren der Zielgesellschaft gleich zu behandeln (§3 Abs. 1 WpÜG), allen Angebotsadressaten genügend Zeit zu gewähren und ausreichende Informationen zu erteilen, um ihnen eine Entscheidung über das Angebot in Kenntnis der Sachlage zu ermöglichen (§3 Abs. 2 WpÜG). Der Bieter und die Zielgesellschaft haben das Verfahren rasch durchzuführen (§3 Abs. 4 Satz 1 WpÜG). Nach §3 Abs. 5 WpÜG dürfen beim Handel mit Wertpapieren der Zielgesellschaft, der Bietergesellschaft oder anderer durch das Angebot betroffener Gesellschaften keine Marktverzerrungen geschaffen werden<sup>92</sup>.

Gemäß §10 WpÜG hat der Bieter seine Entscheidung zur Abgabe eines Angebots unverzüglich zu veröffentlichen. Der Bieter muß der Zielgesellschaft eine Angebotsunterlage erstellen, welche gemäß §11 Abs. 2 Satz 2 WpÜG mit einem Mindestinhalt und ergänzenden Bestimmungen nach §11 Abs. 2 Satz 3 WpÜG versehen sein muss<sup>93</sup>. Die Gegenleistung des Bieters ist in §31 WpÜG geregelt.

Korsett des WpÜG ist somit die Regelung des Verfahrensablaufs im Hinblick auf verschiedene (als Erwerbs-, Übernahme- und Pflichtangebote bezeichnete) Angebotsfor-

<sup>91</sup> Vgl. Zehetmeier-Müller in Geibel/Stüßmann, Einl. Rn. 35; Krause in NJW 10/2002, S. 706.

<sup>92</sup> Vgl. Assmann in AG 3/2002, S. 116.

<sup>93</sup> Vgl. Krause in NJW 10/2002, S. 708.

men. In dieses eingebaut sind die jeweiligen Rechte und Pflichten einer freiwillig oder kraft zwingenden Rechts als Bieter auftretenden Person oder Gesellschaft sowie der übrigen Beteiligten in Gestalt namentlich der Angebotsadressaten sowie der Organe der Zielgesellschaft. Die Einhaltung der Rechte und die Erfüllung der Verhaltenspflichten bestimmter Verfahrensbeteiligter werden zu einem erheblichen Teil vom Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel überwacht<sup>94</sup>.

Die wohl umstrittenste Frage im Gesetzgebungsverfahren des neuen WpÜG war die Regelung der Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei der Abwehr feindlicher Übernahmeangebote. Nachdem unter großer Beachtung der Öffentlichkeit zunächst die insoweit strenge 13. EU-Richtlinie gescheitert war und die Bundesregierung der Hauptversammlung ermöglichen wollte, den Vorstand per Vorratsbeschluss abstrakt zur Abwehr eines Übernahmeangebots zu ermächtigen, wurde im Finanzausschuss des Deutschen Bundestages quasi in letzter Minute die Bestimmung eingefügt, dass Abwehrmaßnahmen des Vorstands mit Zustimmung des Aufsichtsrates generell zulässig sein sollen (§33 Abs. 1 Satz. 2 Alt. 3 WpÜG)<sup>95</sup>. Näheres soll an betreffender Stelle besprochen werden.

#### **IV. Der Entwurf der gescheiterten 13. Richtlinie der EU**

##### **a) Die rechtliche Einordnung**

Die bereits seit Jahrzehnten anhängigen Bemühungen der EU, europaweit verbindliche Schutzbestimmungen für die mit einem Übernahmeangebot konfrontierten Aktionäre zu schaffen, gehen bis ins Jahr 1974 zurück. Zur damaligen Zeit beauftragte die Kommission Professor Pennington (Birmingham), einen Richtlinienvorschlag auszuarbeiten. Dieser sog. Pennington-Entwurf bewog die Kommission erstmals 1989 zu einem Richtlinienvorschlag<sup>96</sup>, den sie 1991 nachbesserte und 1996 in stark abgemagerter Form wieder vorlegte. Im Vergleich zu früheren Entwürfen beschränkte sich die Kommission bei ihrem letzten Entwurf auf eine Rahmenrichtlinie, die den Mitgliedstaaten nur wenige Eckdaten vorgab. Dieser Entwurf wurde im Juni 1997<sup>97</sup> und zuletzt am 21. Juni 1999<sup>98</sup>

<sup>94</sup> Vgl. Assmann in AG 3/2002, S. 115.

<sup>95</sup> Vgl. Krause in AG 3/2002, S. 133.

<sup>96</sup> Vgl. Hopt in FS Zöllner, S. 256.

<sup>97</sup> Der Vorschlag einer 13. EU-Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts zur Regelung der öffentlichen Übernahmeangebote vom 10. November 1997, abgedruckt in ZIP 1997, S. 2172.

<sup>98</sup> Der vollständige Text der Richtlinie in der Fassung der politischen Einigung vom 26. Juni 1999 ist nebst Erwägungsgründen, Protokollerklärungen und einer Einführung von „Neye“ dazu in AG 7/2000, S. 289 ff. abgedruckt.

noch einigen Änderungen unterzogen, wobei sich am Charakter einer Rahmenrichtlinie nichts geändert hatte<sup>99</sup>.

## b) Die Zielsetzung

Das Hauptanliegen der EU-Richtlinie war dabei der Schutz der Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft<sup>100</sup>. Der Anwendungsbereich des harmonisierten Takeover-Rechts sollte sich nur auf börsennotierte Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien beziehen. Dabei waren nur solche Unternehmen erfaßt, deren Titel zum amtlichen Handel oder zum geregelten Markt zugelassen waren<sup>101</sup>. Die im Entwurf vorliegende 13. Richtlinie der EU verpflichtet den Bieter, ein öffentliches Angebot auf Übernahme aller Aktien der Zielgesellschaft abzugeben und diene den Zielen der Gleichbehandlung und bestmöglicher Information aller Aktionäre. Gleichzeitig wurde das Management der Zielgesellschaft zu größtmöglicher Neutralität während des Übernahmekampfes verpflichtet, um die Aktionäre in ihrer Entscheidungsfindung nicht zu beeinträchtigen<sup>102</sup>.

Ziel des Richtlinienentwurfs war es, in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union Mindestregeln für die Durchführung von öffentlichen Übernahmeangeboten zu schaffen, die eine Gleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft und den Schutz der Minderheitsaktionäre sicherstellen<sup>103</sup>. Es sollte damit ein „Markt für Unternehmenskontrollen“ geschaffen werden, der sowohl den Bietern als auch den Zielgesellschaften in allen Mitgliedstaaten gleiche Erfolgchancen bei Übernahmen einräumt<sup>104</sup>.

Der modifizierte Richtlinienvorschlag von 1997 hielt an dem Konzept der Rahmenrichtlinie und Mindestharmonisierung fest. Mit dieser vermittelnden Lösung einer europaweiten Harmonisierung des Übernahmerechts wollte die Kommission dem Umstand Rechnung tragen, dass sich die mitgliedstaatlichen Rahmenbedingungen im Hinblick auf den Aktionärsschutz stark von einander unterschieden, und fixierte daher lediglich allgemeine Grundsätze für den Ablauf von Übernahmeangeboten und zum Schutz der Aktionäre. Um das Projekt nicht gänzlich am Widerstand der Einzelstaaten scheitern zu lassen, hatte die Kommission lediglich die Vorgabe gewisser Mindeststandards im Au-

<sup>99</sup> Vgl. Kirchner in BB 3/2000, S. 105; Krause in AG 5/96, S. 209; Hirte/Schander, S. 359.

<sup>100</sup> Vgl. Hopt in FS Zöllner, S. 256.

<sup>101</sup> Vgl. Krause in AG 5/96, S. 209.

<sup>102</sup> Vgl. Salje in JA 11/90, S. 327.

<sup>103</sup> So der Erwägungsgrund Nr. 3 des geänderten Vorschlags der 13. EU-Richtlinie vom 10. November 1997, abgedruckt in ZIP 1997, S. 2172; vgl. Mülbart in IStR 3/99, S. 83.

<sup>104</sup> Vgl. Wirth/Weiler in DB 3/98, S. 117; Kort in FS Lutter, S. 1422.

ge, strebte also keine bis ins Detail gehende Harmonisierung an<sup>105</sup>. Die Richtlinie setzte damit zwar keine eigenen Akzente, trotzdem überwogen die Vorteile der geplanten Teilharmonisierung deutlich, sowohl im Übernahmerecht, was ein gewisses Mindestmaß an fair play unter den Mitgliedern garantierte, als auch allgemeiner im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht<sup>106</sup>.

Doch trotz der verbleibenden Freiheit der Einzelstaaten hinsichtlich Detailregelungen, gab es im Anschluss an die Verabschiedung des gemeinsamen Standpunktes vom 19. Juni 2000 eine Reihe von Änderungsvorschlägen des Europäischen Parlaments. Diese betrafen vor allem die Neutralitätspflicht und Abwehrmöglichkeiten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft. Auch die Bundesregierung machte dann im April 2001 in der Frage der Abwehrmöglichkeiten gegen eine feindliche Übernahme eine Kehrtwende und verfolgte explizit die Absicht, die Abwehrmöglichkeiten der Vorstände deutscher Unternehmen im Fall von Übernahmeangeboten deutlich zu erweitern<sup>107</sup>. Daraufhin scheiterte die Übernahmerichtlinie beinahe schon an dem Streit der Bundesregierung und des Europäischen Parlaments einerseits und den übrigen EU-Regierungen andererseits. Der dann in letzter Minute am 6. Juni 2001 im Vermittlungsausschuss von EU-Parlament und EU-Ministerrat mit 8 zu 6 Stimmen gefundene Kompromiss sah wie zuvor in Art. 9 der EU-Richtlinie eine Neutralitätspflicht des Vorstands der Zielgesellschaft vor. Als Entgegenkommen wurde die Frist für die Umsetzung der Richtlinie durch die EU-Mitgliedstaaten in Bezug auf Art. 9 EU-Richtlinie von 4 auf 5 Jahre verlängert. Ferner verpflichtete sich die EU-Kommission in einer Protokollerklärung zu dem Vermittlungsergebnis, die Gleichbehandlung von Aktionären innerhalb der EU zu überprüfen. Während man in Deutschland durch das KonTraG 1998 gesellschaftsrechtliche Übernahmehindernisse wie Höchst- oder Mehrfachstimmrechte sowie sogenannte golden shares weitgehend abgeschafft hatte, waren sogenannte poison pills in anderen EU-Staaten noch weit verbreitet.

Als sich dann kurz vor der endgültigen Entscheidung des Europäischen Parlaments im EuGH-Verfahren um die Zulässigkeit von Goldenen Aktien der Generalanwalt des EuGH, Damaso Ruiz-Jarabo Colomer für die Zulässigkeit von Goldenen Aktien aussprach, brachte das Europäische Parlament die Übernahmerichtlinie am 4. Juli 2001 mit

---

<sup>105</sup> Vgl. Hirte/Schander, S. 360; Hopt in FS Zöllner, S. 256.

<sup>106</sup> Vgl. Hopt in FS Lutter, S. 1366.

<sup>107</sup> Vgl. Drygala in ZIP 42/2001, S.1861; Zschocke in DB 2/2002, S. 79.

dem denkbar knappsten Ergebnis von 273 zu 273 Stimmen und 22 Enthaltungen nach zwölfjährigem Ringen um die Richtlinie zu Fall<sup>108</sup>.

Der deutsche Gesetzgeber hatte maßgeblich zum vorläufigen Scheitern der Richtlinie beigetragen. Hauptsorge war vorgeblich seine Befürchtung, deutsche Unternehmen könnten Übernahmeversuchen aus dem Ausland schutzlos ausgeliefert sein, während im umgekehrten Fall die ausländische Rechtsordnung deutsche Übernahmeversuche durch verschiedene Rechtsvorschriften unmöglich mache<sup>109</sup>.

Wie Pressenotizen zu entnehmen war, traf sich am 10. September 2001 eine von der Kommission eingesetzte unabhängige Expertengruppe, die unter Leitung des niederländischen Managers Jan Winker die Kommission bei der Vorbereitung eines neuen Richtlinienvorschlags für die Übernahme von Unternehmen beraten soll. Der Schlussbericht soll Mitte 2002 vorliegen<sup>110</sup>.

## V. Die Regelungen in anderen Staaten

Das Phänomen der feindlichen Übernahme besitzt vor allem für die USA und für Großbritannien eine herausragende wirtschaftliche Bedeutung. In diesen beiden Ländern existieren insoweit auch rechtliche Regelungen der Institution Übernahme<sup>111</sup>. Die wirtschaftliche Bedeutung von Unternehmenszusammenschlüssen durch Übernahmeangebote hat in den USA, aber auch in Großbritannien die Bewältigung der hiermit verbundenen Probleme zum unbestrittenen Kernthema der jüngeren gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Diskussion werden lassen. Es ist daher auf die freiwillige Selbstbindung in London durch den City Code on Takeovers and Mergers sowie in den USA der Williams Act, die US-amerikanische Rechtsprechung und die Anwendung der sog. Business Judgement Rule zu verweisen<sup>112</sup>.

### a) Der „City Code on Takeovers and Mergers“ in Großbritannien

In Großbritannien gibt es, wie in Deutschland auch, nur eine freiwillige Regelung, nämlich den City Code on Takeovers and Mergers. Ebenso wie der deutsche Übernahmekodex beschäftigt auch er sich im Wesentlichen mit der Fairneß von Übernahmeangeboten, enthält also primär Regelungen zum Schutz der angesprochenen Aktionäre. Der

<sup>108</sup> Vgl. Land in DB 32/2001, S. 1707; Wackerbarth in WM 37/2001, S. 1741.

<sup>109</sup> Vgl. Wackerbarth in WM 37/2001, S. 1741.

<sup>110</sup> Vgl. Zehetmeier-Müller in Geibel/Süßmann, Einl. Rn. 27.

<sup>111</sup> Vgl. Michalski in AG 4/97, S. 153.

<sup>112</sup> Vgl. Hauschka/Roth in AG 7/88, S. 183.

Grad der rein faktischen Verbindlichkeit des City Code ist zwar größer als die durch den deutschen Übernahmekodex hervorgerufene Bindung, Gesetzesqualität hat diese Regelung indessen aber auch nicht<sup>113</sup>. Der häufig in der deutschen Literatur zitierte City Code on Takeovers and Mergers ist somit keine gesetzliche Maßnahme, sondern extra-legal und besteht seit März 1968<sup>114</sup>. Diese extra-legal Kontrolle im Rahmen des City Code wird durch ein Panel on Takeovers and Mergers ausgeübt, das jederzeit befragt werden kann. Der City Code findet auf Übernahmeangebote Anwendung, deren Zielgesellschaften britische public companies sind. Die Überwachung der Einhaltung seiner Vorschriften obliegt dem Panel on Takeovers and Mergers<sup>115</sup>. Die Sanktion wegen Nichteinhaltung der vom Panel getroffenen Maßnahmen ist der zeitweise oder ständige Ausschluss von der Fähigkeit, weitere takeovers and mergers zu praktizieren<sup>116</sup>. Man spricht insoweit von freiwilliger Selbstkontrolle.

## **b) Das US-amerikanische Übernahmerecht**

Anders ist die Gesetzeslage in den USA. Betrachtet man dort die Verhältnisse, so bestehen auf Bundes- und Staatenebene unterschiedliche Gesetzesnormen, die sich aus den Zuständigkeitsabgrenzungen zwischen dem Bund und den Einzelstaaten ergeben. Auf Bundesebene sind Regelungen in den Vorschriften der Securities and Exchange Commission (SEC)<sup>117</sup>, die sich aber vorwiegend mit den wertpapierrechtlichen Fragen befassen<sup>118</sup>, und dem Williams Act, der den Übernahmeangeboten gewidmet ist, zu finden.

### **1. Der „Williams Act“**

Die Grundlage für die rechtliche Regelung von feindlichen Übernahmen ist der bundesgesetzliche Williams Act von 1968. Sein Ziel ist in erster Linie der Individualschutz der Zielgesellschaftsaktionäre. Den Aktionären der Zielgesellschaft soll eine ausreichende Informationsbasis für ihre Entscheidung der Annahme oder Nichtannahme des Übernahmeangebots zukommen, und daneben soll gleichzeitig die Gleichbehandlung der betroffenen Anteilseigner der Zielgesellschaft gewährleistet sein. Das Gesetz regelt damit das Verfahren bei einem öffentlichen Übernahmeangebot. Interessant dabei ist, dass

---

<sup>113</sup> Vgl. Werner, S. 13.

<sup>114</sup> Vgl. Bärmann in FS Bartholomeyczik, S. 3.

<sup>115</sup> Vgl. Kirchner in BB 3/2000, S. 106; Michalski in AG 4/97, S. 154.

<sup>116</sup> Vgl. Bärmann in FS Bartholomeyczik, S. 4.

<sup>117</sup> Die SEC ist die US-amerikanische Börsenaufsicht.

<sup>118</sup> Vgl. Werner, S. 12.

der Williams Act selbst keine gesetzliche Definition des tender-offer, also des feindlichen Übernahmeangebots, besitzt. Eine solche Definition ist durch die Gerichte und die SEC entwickelt worden<sup>119</sup>.

## **2. Die „Business Judgement Rule“**

Die Rechte und Pflichten des Vorstands und des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft ergeben sich hingegen aus dem Gesellschaftsrecht der einzelnen Bundesstaaten, also aus deren common law, wie es entweder gesetzlich fixiert oder in der Judikatur ausgeprägt ist. Diese Rechte und Pflichten des Leistungsorgans werden als Treuepflichten qualifiziert, die das Interesse der Gesellschaft, insbesondere das Interesse der Aktionäre, zu berücksichtigen haben. Wie sich die Treuepflichten des board (Vorstand) im Falle eines feindlichen Übernahmeangebots konkretisieren, bemißt sich nach der sog. Business Judgement Rule. Da es in dieser Konstellation zu einem Interessenkonflikt zwischen dem Gesellschaftsinteresse, dem Aktionärsinteresse und den Interessen der Mitglieder des board kommen kann, findet die Business Judgement Rule für die Treuepflichten des Leistungsorgans der Zielgesellschaft im Fall einer feindlichen Übernahme Anwendung, so dass man hier von einer qualifizierten Treuepflicht sprechen kann, welche die Verwaltung insbesondere gegenüber den Aktionären besitzt und auch einzuhalten hat<sup>120</sup>.

## **F. Ergebnis**

Der international gebräuchliche Begriff zur Bezeichnung von Unternehmenszusammenschlüssen, ob freundlich oder feindlich, wird in Fachkreisen mit mergers & acquisitions (M & A) bezeichnet. Was in den USA schon lange Tradition hat, steckt in Deutschland noch in den Kinderschuhen. Insbesondere die Rechtsentwicklungen im Bereich von nicht einvernehmlichen, also feindlichen Unternehmensübernahmen, sind in Deutschland erst im Entstehen.

Für eine Unternehmensübernahme kommen dabei verschiedene Übernahmetechniken in Betracht, denen allen unterschiedliche Schwierigkeiten anhaften. Der Kauf über die Börse erweist sich als komplex, unsicher und langwierig und bringt unvorhersehbare Preisbewegungen mit sich. Der Kauf von Mehrheitspaketen fällt bei gestreutem Aktienbesitz von vornherein außer Betracht oder muss mit einem beträchtlichen Paketzuschlag

<sup>119</sup> Vgl. Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer, S. 19; Meier-Schatz in ZHR 149/85, S. 83.

<sup>120</sup> Vgl. Kirchner in BB 3/2000, S. 108.

versehen werden. Der Fusion als einvernehmliche Übernahme wird man zwar niedrige Transaktionskosten zusprechen müssen, als Kontrollerwerbsbehelf ist sie aber oftmals deshalb untauglich, weil ihr das Management der Zielgesellschaft und die jeweiligen Hauptversammlungen zustimmen müssen. Fusionen lassen sich nicht gegen den Willen der Unternehmensleitung der Zielgesellschaft vollziehen<sup>121</sup>.

So gesehen erfährt die feindliche, unkoordinierte Übernahme eine Art Privilegierung. Denn würden die Vorstände der Gesellschaften Verhandlungen miteinander aufnehmen, um eine freundliche Übernahme zu erreichen, käme deutsches Unternehmens- und Gesellschaftsrecht zur Anwendung. In diesem Fall wäre das Konzernrecht einschlägig, bei welchem der Vorstand verpflichtet wäre, die Interessen des Unternehmens zu berücksichtigen. Aus der Sicht des Vorstands des Bieters erhöht sich daher der Anreiz, statt einer freundlichen eine feindliche Übernahme anzustreben<sup>122</sup>. Daher stellt letztendlich der Versuch einer feindlichen Übernahme in Form eines unmittelbar an die Aktionäre gerichteten, öffentlichen Übernahmeangebots eine äußerst attraktive Übernahmetechnik zum Unternehmensaufkauf dar.

Unternehmensübernahmen wurden vom rechtswissenschaftlichen Schrifttum noch Ende der achtziger Jahre als angloamerikanisch geprägte Form des Kontrollerwerbs betrachtet, der man sowohl wegen der rechtlichen als auch wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Deutschland kein besonderes Entwicklungspotential zutraute<sup>123</sup>. Seit einigen Jahren haben aber sowohl Beteiligungen als auch Übernahmen von börsennotierten Gesellschaften in Deutschland signifikant an Bedeutung gewonnen. Ein wesentlicher Grund dafür ist der Zwang der deutschen Unternehmen, sich in einem durch fortschreitende Globalisierung der Märkte und die Integration der Europäischen Union veränderten Wettbewerbsumfeld neu zu positionieren. Seit Mitte der Neunziger Jahre ist dieser Bereich in Deutschland immens in Bewegung geraten. Sowohl die von einem erheblichen Medienecho begleiteten Übernahmeangebote der Krupp-Hoesch AG für die Thyssen AG im Jahre 1997 und von Vodafone Air Touch Plc. für die Mannesmann AG Anfang 2000, als auch die Fusionen (merger of equals) der Daimler-Benz AG mit der Chrysler Corporation 1998 und der Hoechst AG mit der Rhône-Poulenc SA. 1999 haben den public takeovers auch in Deutschland zum Durchbruch verholfen. Während in Deutschland noch im Jahre 1997 lediglich 18 öffentliche Übernahmeangebote abgegeben wur-

---

<sup>121</sup> Vgl. Meier-Schatz in WuR 1/87, S. 18.

<sup>122</sup> Vgl. Kirchner in BB 7/2000, S. 109

den, stieg diese Zahl im Jahr 1999 bereits auf mehr als das Doppelte (37) an. Es ist daher zu erwarten, dass das öffentlichen Übernahmeangebot in Deutschland in Zukunft noch vermehrt in Erscheinung treten wird<sup>124</sup>. Dabei besteht im Unterschied zu den USA und anderen europäischen Industrieländern in Deutschland diesbezüglich ein rechtsfreier Raum, in welchem lediglich der freiwillige, selbstverpflichtende Übernahmekodex das Übernahmeverfahren regelt<sup>125</sup>. Die von manchen Literaturstimmen in der Vergangenheit vertretene Meinung<sup>126</sup>, es genüge eine freiwillige Verhaltensregel, ist überholt. Der freiwillige Übernahmekodex hält dem momentanen Konzentrationsprozeß in der Wirtschaft nicht mehr stand. Durch das vermehrte Auftreten feindlicher Übernahmen in Europa und der spektakulären Übernahmeschlacht um die Mannesmann AG durch die Vodafone Air Touch Plc. werden in absehbarer Zeit der Erlaß einer EU-Richtlinie zur Regelung von Unternehmensübernahmen und auch ein deutsches Übernahmegesetz ergehen.

Der Inhalt des Übernahmekodex, der EU-Richtlinie und des deutschen Übernahmegesetzes wird von zwei Hauptthemen beherrscht. Einerseits geht es um die Frage, welche Verhaltenspflichten der Bietergesellschaft auferlegt werden sollen, und andererseits ist zu bestimmen, welchen Freiraum man dem Vorstand der Zielgesellschaft bei Abwehrmaßnahmen gegen den Übernahmever such einräumen soll. Das Schutzgut dieser Überlegungen ist ein umfangreicher, lückenloser Schutz der Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft. Dabei stellen diese Regelungen durchaus ein adäquates Mittel dar, den Ablauf eines Übernahmeverfahrens durch die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots zu regeln

Dabei fällt auf, dass ein Schutz der Anteilseigner auf Seiten des Bieters in den obengenannten Regelungen nicht vorgesehen ist. Wie aber steht es um die Interessen der Aktionäre der Bietergesellschaft? Sind ihre Interessen ebenfalls schützenswert, und wenn ja, sind sie im Fall einer Übernahme hinreichend berücksichtigt?

Eine Regelung diesbezüglich ist in dem zuvor angesprochenen Übernahmekodex, der EU-Richtlinie oder dem Übernahmegesetz nicht ersichtlich, so dass man auf das allge-

---

<sup>123</sup> Vgl. Hirte/Schander, S. 341.

<sup>124</sup> Vgl. Land/Hasselbach in DB 35/2000, S. 1747.

<sup>125</sup> Vgl. Otto in Beilage 12 zu DB 29/88, S. 12.

<sup>126</sup> Vgl. Heinsius in Schmitthoff/Goré/Heinsius, S. 61, der zur damaligen Zeit, im Jahre 1976, die Meinung vertrat, dass ein im Wesentlichen befriedigender Schutz der Minderheitsaktionäre im Konzernrecht durch eine weitgehend staatliche Fusionskontrolle, die relative Bedeutungslosigkeit freiwilliger Übernahmeangebote damals und die Schaffung einer freiwilligen Regelung mit dem Inhalt gewisser Mindestanforderungen, analog dem City Code on Takeovers and Mergers, gewährt wäre.

meine Gesellschaftsrecht und die von der Rechtsprechung entwickelten Grundsätze zur Kompetenzaufteilung in der Aktiengesellschaft zurückgreifen muss. Dabei stellt sich die Frage, ob eine spezielle Regelung diesbezüglich in den Übernahmevorschriften überhaupt notwendig ist, wenn doch die Interessen der Aktionäre des Bieters schon durch die Grundsätze im Aktienrecht hinreichend berücksichtigt wären.

Vergleicht man den Fall der freundlichen mit dem Fall der feindlichen Übernahme, so ist auffällig, dass bei der freundlichen Übernahme, bei welcher die Konzernvorschriften anzuwenden sind, eine interne Willensbildung bezüglich des Zusammenschlusses der Unternehmen stattfindet, indem es der Mitwirkung der Aktionäre in Form eines Hauptversammlungsbeschlusses bedarf. Im Gegensatz dazu fehlt bei Abgabe eines Übernahmeangebots auf Seiten des Bieters eine solche Willensbildung gänzlich, so dass die Aktionäre des Bieters nicht über eventuell mit der Übernahme verbundene Risiken aufgeklärt bzw. darüber entscheiden können, ob diese überhaupt eingegangen werden sollen. Die Entscheidung über die Annahme des Angebots ist auf Seiten der Zielgesellschaft allein Sache jedes einzelnen Aktionärs. Dessen Zustimmung kann anders als bei einer Fusion oder Spaltung nicht etwa durch einen wenn auch mit qualifizierter Mehrheit gefaßten Beschluss der Hauptversammlung ersetzt werden. Die Aktionäre der bietenden Gesellschaft sind an der Entscheidung über die Abgabe des Angebots indes überhaupt nicht beteiligt<sup>127</sup>.

Betrachtet man die Übernahmeschlacht der Mannesmann AG durch die Vodafone Air Touch Plc. vor diesem Hintergrund, stellt sich die Frage, inwiefern die Aktionäre des Bieters, der Vodafone Air Touch Plc. an der Übernahme mitwirken können oder sollten, wenn Vodafone aufgrund von Berichten infolge der Übernahmen von Air Touch und Mannesmann einen Abschreibungsbedarf von bis zu 45 Milliarden DM mit der Folge haben soll, dass das Unternehmen aufgrund der immensen Verschuldung auf absehbare Zeit nicht in der Lage sein wird, eine Dividende an seine Aktionäre zu zahlen<sup>128</sup>.

Im folgenden Kapitel soll zunächst einmal die grundsätzliche Kompetenzverteilung in der Aktiengesellschaft untersucht werden; sowohl die gesetzliche Zuständigkeitsordnung als auch die Rechtsprechung dazu. Im Mittelpunkt steht hier die Machtbalance zwischen den einzelnen Organen der Aktiengesellschaft und ihre Entwicklung bis zum heutigen Zeitpunkt. In Kapitel 3 und 4 sind im Anschluss daran die Stellung und Kom-

---

<sup>127</sup> Vgl. Niessen, S. 39.

petenzverteilung der an einem Übernahmeverfahren beteiligten Organe des Bieters und der Zielgesellschaft Gegenstand der Untersuchung.

---

<sup>128</sup> Vgl. Burgard in WM 12/2000, S. 612.

## **Kapitel 2: Die Kompetenzaufteilung im Innenverhältnis der Aktiengesellschaft**

Im vorliegenden Kapitel soll die Kompetenzaufteilung zwischen den einzelnen Organen der Aktiengesellschaft und ihre Entwicklung untersucht werden, um danach die daraus gewonnenen Grundsätze auf die an einem Übernahmeverfahren beteiligten Unternehmen zu übertragen.

### **A. Die Grundsätze des Aktienrechts**

Vor dem Hintergrund der Kompetenzaufteilung der Organe einer Aktiengesellschaft sind einige wesentliche Grundsätze hervorzuheben.

#### **I. Das Wesen der Aktiengesellschaft**

Eine Legaldefinition des Rechtsbegriffs Aktiengesellschaft gibt es im deutschen Aktiengesetz nicht. In §1 AktG sind lediglich die wesentlichen Strukturen der Gesellschaftsform beschrieben, die einer Begriffsbestimmung allerdings sehr nahe kommen. Danach besitzt die Aktiengesellschaft eine korporative Organisationsstruktur. Sie ist eine Körperschaft in Form einer Kapitalgesellschaft und dadurch geprägt, dass sie in ihrer Existenz von der jeweiligen Zusammensetzung ihrer Mitglieder unabhängig ist. Sie besitzt eine eigene Rechtspersönlichkeit. Die Haftung für Gesellschaftsverbindlichkeiten ist regelmäßig auf das Gesellschaftsvermögen beschränkt<sup>129</sup>.

#### **II. Die Aktiengesellschaft als Kapitalsammelbecken**

Das gesetzgeberische Leitbild der Aktiengesellschaft ist die große, unabhängige Publikumsgesellschaft. Sie ist ihrer Struktur nach auf Größe ausgelegt. Dies folgt daraus, dass der Gesetzgeber die Organisationsform „AG“ gezielt als Kapitalsammelstelle zur Verfügung gestellt hat<sup>130</sup>. Die Kapitalsammelfunktion ermöglicht es, die Ersparnisse vieler Einzelner konzentriert für einen meist wirtschaftlichen Zweck einzusetzen, der für einen Einzelnen wegen der Höhe des erforderlichen Kapitals sonst nicht realisierbar wäre<sup>131</sup>. Durch die Eignung der Aktiengesellschaft zur Kapitalsammlung soll nicht nur die Finanzierung großer Vorhaben ermöglicht, sondern zugleich das gesellschaftspoliti-

<sup>129</sup> Vgl. Heider in MüKomm. z. AktG, §1 Rn. 12 und 13.

<sup>130</sup> Vgl. Seydel, S. 37; Hefermehl in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, Vorb. §76 Rn. 2.

<sup>131</sup> Vgl. Semler in MüKomm. z. AktG, Einl., Rn. 8.

sche Ziel erreicht werden, dass sich breite Kreise der Bevölkerung an Aktienunternehmen beteiligen und auf diese Weise der Konzentration des Aktienbesitzes in Händen einiger weniger entgegengewirkt wird. Der Verteilung der Kompetenzen kommt deshalb nicht nur eine organisatorisch-formale, sondern auch eine eminente wirtschaftspolitische Bedeutung zu<sup>132</sup>.

Das Kapital wird dadurch aufgebracht, dass eine große Anzahl von Personen Aktien gegen Einlagen, in der Regel die Zahlung eines Geldbetrages, übernimmt<sup>133</sup>. Gleichzeitig ist das Risiko der Kapitalgeber begrenzt. Da nur die Aktiengesellschaft als juristische Person mit ihrem Vermögen haftet, nicht aber die Aktionäre mit ihrem Privatvermögen in Anspruch genommen werden können, kann der Aktionär nicht mehr verlieren als den Betrag, den er für den Erwerb der Aktie gezahlt hat<sup>134</sup>.

Die Gesellschaftsform der Aktiengesellschaft eignet sich auch als Mittel zur Unternehmenskonzentration. Dies nicht nur als herrschendes Unternehmen eines Konzerns, da sie sich durch Kapitalerhöhung oder Selbstfinanzierung die Mittel zum Aufkauf anderer Unternehmen beschaffen kann, sondern auch als abhängiges Unternehmen, weil sie auch als Einmann-Gesellschaft fortbesteht<sup>135</sup>. Um ihrer Kapitalsammelfunktion bei Bedarf auch nach der Gründung gerecht werden zu können, hat der Gesetzgeber in den §§182 ff. AktG<sup>136</sup> unterschiedliche Maßnahmen zur Kapitalbeschaffung vorgesehen, die es der Aktiengesellschaft auf unterschiedliche Weise ermöglichen, sich auch nach der Gründung benötigtes Kapital zu beschaffen<sup>137</sup>.

### III. Die Trennung zwischen Eigentum und Herrschaft

Das deutsche Aktienrecht zieht bekanntlich den scharfen Trennungsstrich zwischen dem Vorstand und den Eigentümern der Gesellschaft<sup>138</sup>. Hier kommt die besondere Bedeutung der Innenorganisation der Aktiengesellschaft zum Ausdruck, die diese für Großunternehmen besonders attraktiv macht<sup>139</sup>. Das gesetzgeberische Leitbild als große, unabhängige Publikumsgesellschaft mit der scharfen Trennung von Eigentum und Herrschaft

<sup>132</sup> Vgl. Hefermehl in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, Vorb. §76 Rn. 3.

<sup>133</sup> Vgl. Eisenhardt, S. 263.

<sup>134</sup> Vgl. Eisenhardt, S. 263.

<sup>135</sup> Vgl. Semler in MüKomm. z. AktG, Einl., Rn. 9.

<sup>136</sup> Es sind hier zu nennen: die Kapitalerhöhung gegen Einlage (§182 AktG), die bedingte Kapitalerhöhung (§192 AktG), das genehmigte Kapital (§202 AktG), das Kapital aus Gesellschaftsmitteln (§207 AktG) und die Wandelschuldverschreibungen und Gewinnschuldverschreibungen (§221 AktG).

<sup>137</sup> Vgl. Heider in MüKomm. z. AktG, §1 Rn. 96.

<sup>138</sup> Vgl. Peltzer in ZIP 2/89, S. 69; Lutter in AG 7/95, S. 309.

<sup>139</sup> Vgl. Semler in MüKomm. z. AktG, Einl., Rn. 9.

kommt wie folgt zum Ausdruck. Zum einen in der hohen Fungibilität der Anteile, die anders als bei der GmbH und Personengesellschaften einen großen, jederzeit wechselnden Gesellschafterbestand ermöglicht<sup>140</sup>. Zum anderen in der weitgehenden Unabhängigkeit des Vorstands (§76 Abs. 1 AktG), die eine aktive Mitwirkung der Gesellschafter an der Geschäftsführung weitgehend ausschließt<sup>141</sup>. Die in großen Publikumsgesellschaften mit breit gestreutem Aktienbesitz zu beobachtende Trennung von Eigentum und Herrschaft (separation of ownership and control) hat zur Folge, dass der einzelne Aktionär zwar das wirtschaftliche Risiko trägt, welches, wie bereits erwähnt, auf den beim Erwerb der Aktien erbrachten Kapitaleinsatz beschränkt ist, dass er aber nicht an der Unternehmensleitung beteiligt ist<sup>142</sup>. Der weitgehend unabhängigen Verwaltung steht typischerweise eine Vielzahl relativ einflussloser Mitglieder, die Masse der Kleinaktionäre, gegenüber<sup>143</sup>.

Genau diese strenge Kompetenzaufteilung bereitet aber Probleme, da nur bei der Aktiengesellschaft die Geschäftsführung so weitgehend von der Anteilseignerseite unabhängig ist, dass hier Konflikte entstehen können. Dies ergibt sich aus §76 Abs. 1 AktG. Die Geschäftsführung der GmbH ist dagegen stark an die Zustimmung bzw. an die Weisungen der Gesellschafterversammlung gebunden (§37 Abs. 1 GmbHG)<sup>144</sup>, ein Vorgehen der Geschäftsführung gegen den Willen der Gesellschafter erscheint in den meisten Fällen als ausgeschlossen. Dies gilt ebenso für die Personengesellschaft<sup>145</sup>.

An dieser Stelle soll kurz die gegenwärtige Stellung der drei Organe der Aktiengesellschaft vor Augen geführt werden, bevor wir ihre historische Entwicklung betrachten: Aufgaben und Stellung von Vorstand und Aufsichtsrat sind im Gesetz in generalisierender Form festgehalten. Danach hat der Vorstand gemäß §76 Abs. 1 AktG die Gesellschaft unter eigener Verantwortung zu leiten und ist insbesondere zur Geschäftsführung befugt. Die Hauptaufgabe des Aufsichtsrats wiederum ist es, diese Geschäftsführung gemäß §111 Abs. 1 AktG zu überwachen. Für die Aktionäre stellt §118 Abs. 1 AktG

<sup>140</sup> Vgl. Heider in MüKomm. z. AktG, §1 Rn. 21.

<sup>141</sup> Vgl. Seydel, S. 37; Hüffer, Komm. z. AktG, §76 Rn. 2: „§76 AktG enthält die Kompetenzzuweisung, indem der Vorstand mit eigenverantwortlicher Leitung der Gesellschaft betraut ist und entsprechend die Hauptversammlung sowie der Aufsichtsrat von dieser Funktion ausgeschlossen werden. In Fragen der Geschäftsführung hat die Hauptversammlung keine eigene Kompetenz.“

<sup>142</sup> Vgl. Eisenhardt, S. 301; Großfeld/Ebke in AG 3/77, S. 59.

<sup>143</sup> Vgl. Emmerich/Sonnenschein, S. 14; Peltzer in Hachenburg, S. 51.

<sup>144</sup> Vgl. Eisenhardt, S. 390.

<sup>145</sup> Vgl. Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1107.

fest, dass sie ihre Rechte in der Hauptversammlung ausüben, soweit das Gesetz nichts anderes bestimmt. Die Rechte der Hauptversammlung sind abschließend kasuistisch in §119 Abs. 1 AktG aufgezählt. Dieser bestimmt, dass die Hauptversammlung nur in den im Gesetz oder in der Satzung ausdrücklich bestimmten Fällen beschließen kann. Ein Recht der Hauptversammlung, in die Geschäftsführung einzugreifen existiert nach dem Aktiengesetz nicht. In §119 Abs. 2 AktG heißt es vielmehr, dass die Hauptversammlung über Fragen der Geschäftsführung nur entscheiden kann, wenn der Vorstand es verlangt<sup>146</sup>.

## **B. Die geschichtliche Entwicklung des Aktienrechts in Deutschland**

Die Geschichte des Aktienrechts ist eine Geschichte seiner Reformen. Neben großen Reformen, die das Aktienrecht nachhaltig prägen, erfolgen laufend Anpassungen an neue nationale und internationale Entwicklungen. Die Änderungen der gesellschaftlichen Verhältnisse bleiben nicht ohne Auswirkungen auf das Aktienrecht<sup>147</sup>. Bei der vorliegenden Untersuchung interessieren die wichtigsten Aktienrechtsreformen, insbesondere vor dem Hintergrund des Kompetenzgefüges innerhalb der Aktiengesellschaft.

### **I. Die Entwicklung vor 1937**

Wann die erste deutsche Aktiengesellschaft existierte, ist schwerlich zu ermitteln. Ein genauer Zeitpunkt ist nicht auszumachen, da sich die Aktiengesellschaft allmählich aus anderen Rechtsformen, wie zum Beispiel der öffentlichen Körperschaft und der Gewerkschaft heraus entwickelte und nicht plötzlich aufgetreten ist<sup>148</sup>. Das römische Recht kannte die Rechtsform der Aktiengesellschaft nicht. Die ersten aktienrechtlichen Kodifikationen stammen aus dem 19. Jahrhundert. Der Schwerpunkt lag in Preußen, wo 1838 das Königlich - Preußische Gesetz über die Eisenbahnunternehmungen in Kraft trat. Dieses Gesetz hatte aber nur wenige Bestimmungen über die Aktiengesellschaft im eigentlichen Sinne. Trotzdem wurden die Eisenbahnunternehmen regelmäßig mit der Gesellschaftsform der Aktiengesellschaft in Verbindung gebracht. Das erste deutsche Aktienrecht beginnt schließlich mit dem Preußischen Gesetz über Aktiengesellschaften vom 9. November 1843<sup>149</sup>. Auch darin waren allerdings die Organe und ihre Kompe-

<sup>146</sup> Vgl. Süner in AG 7/83, S. 169.

<sup>147</sup> Vgl. Semler in MüKomm. z. AktG, Einl., Rn. 16.

<sup>148</sup> Vgl. Böselmann, S. 55.

<sup>149</sup> Vgl. Semler in MüKomm. z. AktG, Einl., Rn. 19; Schiessl in AG 10/99, S. 443.

tenzverteilung nicht ausdrücklich bezeichnet, so dass auch dieses keine vollständige Regelung darstellte.

Ab 1861 war das Aktienrecht im Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuch (ADHGB) geregelt. Hier war erstmals eine vollständige Kodifikation der inneren Verfassung der Aktiengesellschaft beschrieben. Danach gab es drei Organe, von denen die Generalversammlung und der Vorstand obligatorisch, der Aufsichtsrat fakultativ waren. Es fehlte jedoch noch eine klare Kompetenzgliederung. Allerdings ging aus dem Gesetzestext klar hervor, dass die Generalversammlung das oberste Willensorgan der Gesellschaft ist und in allen Fragen der Leitung als auch des Aufbaus der Gesellschaft souverän entscheiden kann<sup>150</sup>. Einschlägige Norm hierfür ist der Art. 224 ADHGB, nach dem Rechte, welche den Aktionären in den Angelegenheiten der Gesellschaft, insbesondere in Beziehung auf die Führung der Geschäfte, die Einsicht und Prüfung der Bilanz und die Bestimmung der Gewinnverteilung zustehen, in der Generalversammlung ausgeübt werden. Aber erst die Aktienrechtsnovelle von 1884 gilt als die eigentliche Geburtsstunde eines modernen Aktienrechts. Hier wurde erstmals eine schärfere Abgrenzung der Rechte und Pflichten der einzelnen Organe vorgenommen<sup>151</sup>. Die Generalversammlung sollte mit erweiterter Kompetenz alleiniges Willensorgan, der Vorstand Ausführungsorgan und der Aufsichtsrat Kontrollorgan sein. Ziel dieser Reform war dabei eine weitere Demokratisierung der Aktiengesellschaft. Die Aktienrechtsnovelle von 1884 wurde schließlich in das HGB vom 10. Mai 1897 übernommen.

Vor allem nach Ende des ersten Weltkrieges wurden Rufe nach vielfältigen Reformforderungen laut. Verschiedene Änderungen erfolgten aber erst durch Not- und Durchführungsverordnungen<sup>152</sup>, die hinsichtlich der Organkompetenzen jedoch nichts wesentlich änderten. Auf dieser Grundlage der konkretisierenden Kompetenzverteilung gingen die Rechtslehre und die Rechtsprechung davon aus, dass die Generalversammlung als Willensträger der Anteilseigner das oberste Organ der Gesellschaft und damit vollumfänglich weisungsbefugt gegenüber dem Vorstand sei<sup>153</sup>. Das Reichsgericht folgte mit seiner

<sup>150</sup> Vgl. Meyer-Landrut in Großkomm., Einl. I 1.

<sup>151</sup> Vgl. Schiessl in AG 10/99, S. 443; Meyer-Landrut in Großkomm., Einl. I 2.

<sup>152</sup> Vgl. Meyer-Landrut in Großkomm., Einl. I 2c: „Die größte Veränderung des nach dem HGB geltenden Aktienrechts brachte der erste Teil der Notverordnung vom 19. September 1931 (RGBl. 1931 I, S. 493), über Aktienrecht, Bankenaufsicht und über eine Steueramnesie. Jener erste Teil, den die Notverordnung vom 8. Dezember 1931 ergänzten, wurde daher als kleine Aktienrechtsreform bezeichnet. Im Mittelpunkt standen Gläubigerschutz und öffentliches Interesse.“

<sup>153</sup> Vgl. Renaud, S. 442; Geßler in JZ 9/37, S. 497: „Die Leitung der Aktiengesellschaft war im Handelsgesetzbuch entsprechend der liberalistischen Grundeinstellung der Zeit auf dem Prinzip der Demokra-

Rechtsprechung diesem Grundsatz auch in der Folgezeit und hielt sie praktisch bis zur Aktienrechtsreform von 1937 aufrecht. Somit war die Generalversammlung nicht nur oberstes Organ im Sinne einer hierarchischen Ordnung, sondern ihr wurde die Kompetenzkompetenz zugeordnet. Wenn sie letztlich in ihrem Tätigkeitsbereich dadurch beschränkt war, dass allein der Vorstand nach außen hin für die Aktiengesellschaft handeln konnte, so besaß sie nach der Grundauffassung des Gesetzes die Befugnis, dem Vorstand jegliche Weisung, auch für sein Auftreten nach außen hin zu erteilen<sup>154</sup>. Die umfassende Kompetenz der Generalversammlung belegt auch der Gesetzeswortlaut (Art. 224 ADHGB 1861, Art. 221 ADHGB 1871).

Allerdings war die rechtstatsächliche Situation mit der Konstituierung der Allkompetenz der Generalversammlung, die auf dem Gedanken der Selbstverwaltung basierte, nicht in Einklang zu bringen<sup>155</sup>. Die Rechte der Generalversammlung waren in der Praxis wesentlich beschränkter, als es das Idealbild des Gesetzes vorsah. Grund für das Auseinanderfallen zwischen Idealbild und Praxis war zum einen das praktische Problem, dass die Generalversammlung nach dem Gesetzesmodell über alle wesentlichen Punkte entscheiden sollte, ohne dass die dazu erforderliche Sachkenntnis bei allen Aktionären vorausgesetzt werden konnte<sup>156</sup>. Ein weiterer wesentlicher Gesichtspunkt für die geringere Bedeutung der Generalversammlung war ihre Schwerfälligkeit nicht zuletzt durch das langwierige Einberufungsverfahren, das eine flexible Geschäftsführung praktisch ausschloß<sup>157</sup>.

Folge dieser Umstände war es, dass die Geschäftsführung der Gesellschaften mehr und mehr von der Verwaltung ausgeübt wurde oder dass Großaktionäre oder Gruppen von Aktionären wesentlichen Einfluß auf die Geschicke der Gesellschaft ausübten. Gefördert wurde dies zudem durch die fortschreitende Entwicklung der Aktiengesellschaften zum Träger moderner Großunternehmen, d.h. zu Unternehmen, die in ihrer Betriebsgrö-

---

tie aufgebaut. Oberstes Verwaltungsorgan war die Generalversammlung. In ihr sollten die Aktionäre nach dem Mehrheitsprinzip über die Leitung der Gesellschaft entscheiden.“

<sup>154</sup> Vgl. Horowitz, S. 18: „Die Hauptversammlung ist zuständig in allen Fällen in denen Vorstand und Aufsichtsrat nicht ausschließlich zuständig sind. Sie ist demgemäß nach innen zuständig in allen Fragen der Geschäftsführung. Vorstand und Aufsichtsrat haben sich nach ihren Beschlüssen zu richten.“

<sup>155</sup> Vgl. Meyer-Landrut in Großkomm., Einl. I 2b.

<sup>156</sup> Vgl. Renaud, S. 405; Veit Simon in DJZ 16/04, S. 779, der es wie folgt beschreibt: „Wie geschichtsphilosophisch mehr und mehr die Erkenntnis wächst, dass unsere Entwicklung in erster Reihe nicht auf den großen Massen ruht, sondern auf großen Männern, die ihre Zeit vorausseilen, so muss auch die Überzeugung reifen, dass auf dem Gebiete des Wirtschaftslebens die wichtigsten Erfolge eines Volkes fast ausschließlich auf einzelne hervorragende Persönlichkeiten zurückzuführen sind.“

<sup>157</sup> Vgl. Baumbach/Hueck, Kurzkomm. z. AktG, Vor§70 1.); v. Miller in ZHR 100/34, S. 267.

ße und Umsatz über das dem ursprünglich im Gesetz zugrundeliegende Grundmodell hinaus wuchsen.

Insofern mehrten sich die Stimmen, die eine Veränderung der Verfassung der Aktiengesellschaft forderten und eine Anpassung der Normen an die tatsächliche Lage erreichen wollten. So erschienen Anfang der dreißiger Jahre Aufsätze mit neuen Gedankengängen wie „Zur Aktienrechtsreform“<sup>158</sup>, „Aktienrechtsreform und Führerprinzip“<sup>159</sup> oder „Aktienrecht und Führerprinzip“<sup>160</sup>.

## II. Die Aktienrechtsreform von 1937

Das Ende aller Diskussionen brachte das Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien vom 30. Januar 1937<sup>161</sup>. Es gliederte alle Regelungen über die Aktiengesellschaft und die Kommanditgesellschaft auf Aktien aus dem HGB in ein eigenes Gesetz aus und stellte eine völlige Neuordnung der inneren Verfassung der Aktiengesellschaft und damit der Organkompetenzen dar<sup>162</sup>.

Demzufolge hatte der Vorstand „unter eigener Verantwortung die Gesellschaft so zu leiten, wie das Wohl des Betriebs und seiner Gefolgschaft und der gemeine Nutzen von Volk und Reich es fordern“ (§70 Abs. 1 AktG 1937)<sup>163</sup>. Die Leitung der Gesellschaft ist damit ausschließlich in den Händen des Vorstands, er bestimmt unter eigener Verantwortung den Gang und die wirtschaftliche Entwicklung der Gesellschaft<sup>164</sup>. Dem Aufsichtsrat wurde auferlegt, die Geschäftsführung zu überwachen (§95 Abs. 1 AktG 1937)<sup>165</sup>. Es ist nicht mehr möglich, den Vorstand den Weisungen des Aufsichtsrat unterzuordnen oder ihn zu einem Vollziehungsorgan des Aufsichtsrat zu machen. Maß-

<sup>158</sup> Vgl. v. Miller in ZHR 100/34, S. 267: „Dass das demokratische Prinzip, eine Willensbildung durch Abstimmung herbeizuführen, weder eine sichere Gewähr für die beste Einsicht noch für die wirkliche Interessenwahrung aller Beteiligten bieten kann, bedarf heute keiner Begründung mehr. Der von *Schmoller* geprägte Satz: „Die Generalversammlung ist eine schlecht besuchte, aber geschickt gespielte Komödie“ hat sich bis zum heutigen Zeitpunkt als zutreffend erwiesen.“

<sup>159</sup> Vgl. Großmann in DRiZ 8/34, S. 227.

<sup>160</sup> Vgl. Bergmann in DJZ 6/34, S. 372: „Rechtstatsächliche Gestaltung und gesetzgeberische Regelung befruchten sich gegenseitig. Trotz der Theorie von der Aktiengesellschaft gab es in der Praxis nur eine Herrschaft der Verwaltung. Das Führerprinzip ist bis zu einem gewissen Grade bereits eine wirtschaftliche Tatsache. Die Mißstände unseres Aktienwesens beruhen in erster Linie darauf, dass das Gesetz dieser Tatsache nicht gerecht wird, weil es von dieser Idee einer demokratischen Aktienverfassung nicht loskommt.“

<sup>161</sup> Vgl. RGBl. 1937 I, S. 107 ff.

<sup>162</sup> Vgl. Fischer in AcP 154/55, S. 181 ff.; Meyer-Landrut in Großkomm., Einl. I 2d.

<sup>163</sup> Vgl. RGBl. 1937 I, S. 120; v. Godin/Wilhelmi, §70 I; Schmidt in Großkomm., 4. Teil, Vor§70.

<sup>164</sup> Vgl. Schlegelberger/Quassowski, §70 Rn. 2.

<sup>165</sup> Vgl. RGBl. 1937 I, S. 124; Schlegelberger/Quassowski, §95 Rn. 5: „Die Hauptaufgabe des Aufsichtsrates besteht in der Überwachung der Geschäftsführung. Das Gesetz stellt dies deshalb in Absatz 1 voran.“

nahmen der Geschäftsführung können dem Aufsichtsrat nicht übertragen werden. Die Satzung oder der Aufsichtsrat kann jedoch bestimmen, dass bestimmte Arten von Geschäften nur mit seiner Zustimmung vorgenommen werden sollen (§95 Abs. 5 AktG 1937)<sup>166</sup>.

Insbesondere die Hauptversammlung, wie die bisherige Generalversammlung von nun an hieß, hatte durch die Aktienrechtsreform von 1937 de lege lata einen großen Bedeutungswandel erfahren. War sie vor 1937 „oberstes Organ“ der Gesellschaft, so sollte sie nach der Reform nur noch ein „abgesetzter König“ sein. Statt der Allkompetenz, konnte sie von nun an nur noch in den im Gesetz bestimmten Fällen beschließen (§103 Abs. 1 AktG 1937)<sup>167</sup>. Darüber hinaus bestimmte der §103 Abs. 2 AktG 1937, dass die Hauptversammlung über Fragen der Geschäftsführung nur entscheiden könne, wenn es der Vorstand verlange. Darüber hinaus wurden die Hauptversammlungskompetenzen auch noch in anderer Weise beschränkt, z.B. hinsichtlich der Aufstellung des Jahresabschlusses (§125 Abs. 3 AktG 1937) oder der Bildung von Abschreibungen und Rücklagen innerhalb der Bilanz (§131 Abs. 1 AktG 1937). Die Hauptversammlung wurde so zu einem Organ umfunktioniert, das nur noch in dem vom Gesetz und der Satzung ausdrücklich zugelassenen Fällen entscheiden kann<sup>168</sup>. Mit dem Rechtssatz, dass die Generalversammlung oberstes Organ der Gesellschaft in dem Sinne sei, dass sich ihr alle anderen Organe unterzuordnen hätten, war es damit zu Ende. Allerdings wurde die Hauptversammlung auch weiterhin von einem Großteil der Literatur als oberstes Organ bezeichnet, da sie trotz Ausschluss von der unmittelbaren Geschäftsführung „den Aufsichtsrat bestellt und abberuft, der seinerseits den Vorstand bestellt, und damit die nicht zu unterschätzende Möglichkeit hat, auf die Geschäftsführung zumindest mittelbar einzuwirken“<sup>169</sup>.

Ausschlaggebend für diese maßgebliche Änderung durch das AktG 1937 war nicht allein das dem Geist der Zeit entsprechende „Führerprinzip“<sup>170</sup>, sondern vor allem die

<sup>166</sup> Vgl. RGBL. 1937 I, S. 124; Schmidt in Großkomm., 4. Teil, Einl. §95.

<sup>167</sup> Vgl. RGBL. 1937 I, S. 126; kommentiert bei Baumbach/Hueck, Kurzkomm. z. AktG, §103.

<sup>168</sup> Vgl. v. Rechenberg, S. 13; Meyer-Landrut in Großkomm., Einl. I 2d; Schlegelberger/Quassowski, §103 Rn. 1.

<sup>169</sup> Vgl. Baumbach/Hueck, Kurzkomm. z. AktG, Vor§70, §103 1.); v. Godin/Wilhelmi, §103, I: „Die Stellung der Hauptversammlung hat sich daher grundlegend geändert, oberstes Organ ist sie heute nur noch mittelbar, indem sie es ist, die den Aufsichtsrat bestellt und abberuft, der seinerseits den Vorstand zu bestellen und abzuberufen und die nicht zu unterschätzende Möglichkeiten hat, auf die Geschäftsführung einzuwirken.“

<sup>170</sup> So aber Schlegelberger/Quassowski, §70, Rn. 1: „Damit hat auch auf dem Gebiet der kapitalistischen Unternehmensformen ein Grundsatz seine Verwirklichung gefunden, in dem der nationalsozialisti-

Tatsache, dass die von den liberalen Ansätzen des 19. Jahrhunderts geprägte Aktionärsdemokratie, die den vorherigen Regelungen zugrunde lag, nicht oder zumindest nicht mehr in der vom Gesetz geforderten Art und Weise praktiziert werden konnte. Man kam zu dem Ergebnis, dass die Generalversammlung ihrer Natur nach außerstande war, die Aufgabe ständiger Mitverwaltung, die das Gesetz ihr zugewiesen hatte, zu erfüllen. Aufgrund dieser Erkenntnis wurde auch schon früh eine Stärkung der Stellung des Vorstands gefordert, da nur ein Vorstand mit weiten Geschäftsführungsbefugnissen die Aktiengesellschaft sinnvoll führen könne<sup>171</sup>.

Zusammenfassend kann man sagen, dass die Neuregelung im AktG 1937 eine völlige Verschiebung der Kompetenzen weg von der Hauptversammlung hin zu Vorstand und Aufsichtsrat mit sich brachte. Die Abkehr vom Grundsatz der Omnikompetenz (Allkompetenz) der Hauptversammlung bedeutete letztlich eine Anpassung der Gesetzeslage an die Wirklichkeit, zumindest bei den großen Publikumsgesellschaften<sup>172</sup>. Das Aktiengesetz von 1937 war ein wohlgedachtes, technisch und sprachlich hochstehendes Gesetzgebungswerk. Gegenüber dem bisherigen Recht enthielt es im Einzelnen viele Verbesserungen<sup>173</sup>. Obgleich das Aktiengesetz von 1937 kein rein nationalsozialistisches Gesetz war und dieses vielmehr den Abschluß langjähriger Vorarbeiten in den zwanziger Jahren bildete, setzten schon bald nach 1945 erste Reformbestrebungen ein. Die starke Stellung des Vorstands, das Führerprinzip, die 1937 eingeführt worden war, wurde nicht mehr als zeitgemäß empfunden. So legten einige Verbände und Vereinigungen Änderungsvorschläge vor, die darauf abzielten, die Rechte der Hauptversammlung und des einzelnen Aktionärs zu verstärken<sup>174</sup>.

---

sche Staat seine Grundlage hat, nämlich der Grundsatz des Führertums, der in scharfem Gegensatz zu dem demokratischen Masse- und Mehrheitsprinzip steht.“

<sup>171</sup> Vgl. Großmann in DRiZ 8/34, S. 228; Schlegelberger/Quassowski, §70, Rn. 1: „Die grundsätzliche Entscheidung über die Geschicke der Gesellschaft lagen bei der Hauptversammlung. Diese war in ihrer Zusammensetzung dem Zufall ausgeliefert. In ihr regierte die unverantwortliche zu meist fachunkundige Masse der Aktionäre, die ihre Rechte überwiegend unter dem Blickwinkel ihres eigenen Vorteils ausübten. Das Aktiengesetz hat diese Macht der Hauptversammlung gebrochen und damit zugleich die anonyme Leitung des Kapitals beseitigt, in der, wie die Vergangenheit gezeigt hat, einer der Hauptmißstände der Aktiengesellschaft lag. Die Leitung der Gesellschaft und damit der Geschäftsführung ist ausschließlich dem Vorstand anvertraut worden.“

<sup>172</sup> Vgl. Geßler in JW 9/37, S. 497; v. Rechenberg, S. 26.

<sup>173</sup> Vgl. Meyer-Landrut in Großkomm., Einl. I 2d.

<sup>174</sup> Vgl. Semler in MüKomm. z. AktG, Einl., Rn. 28.

### III. Die Aktienrechtsreform von 1965

Schon 1954 nahm das Bundesjustizministerium die Vorarbeiten zu einer Aktienrechtsreform auf. Diese sprach die Bundesregierung erstmals in ihrer Regierungserklärung vom 29. Oktober 1957 an. Darin wurde ausgeführt, dass die Bundesregierung eine Reform des Aktienrechts mit dem Ziele erstrebe, die Ertragslage der Gesellschaften einer breiten Öffentlichkeit verständlich zu machen und den Einfluß der Aktionäre auf die Verwaltung und die Gewinnverwendung zu vergrößern<sup>175</sup>.

Grundgedanke der Reform von 1965 war dabei, das Aktienrecht so zu gestalten, dass es mit den Grundsätzen der Wirtschaftsverfassung im Einklang stand. Als wichtigste Säule dieser Wirtschaftsverfassung wurde dabei das Privateigentum angesehen, so dass die Begründung zum Regierungsentwurf wie folgt aussah: „Richtschnur aller aktienrechtlichen Regelungen muss daher die Fragestellung sein, ob die einzelne Regelung der Stellung der Aktionäre als den wirtschaftlichen Eigentümern des Unternehmens entspricht und ob sie die Befugnis der Aktionäre nur solchen Bedingungen und Beschränkungen unterwirft, die wegen der Besonderheiten des aktienrechtlichen Mitgliedschaftsrechts als einer auf die Großwirtschaft und den Kapitalmarkt zugeschnittenen Erscheinungsform wirtschaftlichen Eigentums oder aus vorrangigen wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Gründen gerechtfertigt sind.“ Dieser Satz durfte aber nur als Rechtfertigung für die Vorschriften verstanden werden, welche die Befugnisse der Hauptversammlung gegenüber den anderen Organen der Gesellschaft erweitert haben<sup>176</sup>.

Neben dieser angestrebten Verbesserung der Publizität und der Stärkung der Aktionärsrechte war drittes Hauptziel der Reformbemühungen die rechtliche Erfassung des Konzernrechts im Interesse der Minderheitsaktionäre. Beim Konzernrecht handelt es sich um das Recht der Unternehmensverbindungen im weitesten Sinne. Gegenstand des Konzernrechts sind mithin in erster Linie die gesellschaftsrechtlichen Fragen, die sich aus der Verbindung mehrerer Unternehmen zu einer neuen wirtschaftlichen Einheit ergeben, wie sie zwischen Unternehmen aller Rechtsformen möglich sind. Im Mittelpunkt des Konzernrechts stand bisher die Bekämpfung der mit Abhängigkeits- und Konzernlagen für die außenstehenden Gesellschafter und die Gläubiger im Regelfall verbundenen Gefahren (Konzernrecht als Schutzrecht). Folgerichtig hat auch die Regelung des Konzernrechts im Aktiengesetz von 1965 (§§15 ff., §§291 ff.) bisher immer allein die-

<sup>175</sup> Vgl. Semler in MüKomm. z. AktG, Einl., Rn. 32.

<sup>176</sup> Vgl. Martens in ZHR 147/83, S. 378; Semler in MüKomm. z. AktG, Einl., Rn. 38.

sen Aspekt der Materie im Auge<sup>177</sup>. Das Konzernrecht des Aktiengesetzes von 1965 versucht daher nicht, die Methoden oder die Bildung von Konzernmacht zu regeln, sondern den Minderheitsaktionären einen möglichst weitgehenden Ausgleich für Beherrschungsnachteile zu gewährleisten. Auch hier hatte der Gesetzgeber den Schutz des Einzelaktionärs, insbesondere des Minderheitsaktionärs der abhängigen Gesellschaft im Auge<sup>178</sup>. Dieselben Ziele wurden auch von Seiten deutscher Wirtschaftsverbände und Schutzvereinigungen angeregt<sup>179</sup>.

Ziel der Reform war es, den Aktionärs- und Gläubigerschutz zu stärken und von dem Führerprinzip des Vorstands Abstand zu nehmen. Die Organe und ihre zwingende Zuständigkeitsverteilung blieb aber unverändert, Verschiebungen gab es nur in Einzelheiten. Der 1965 eingeführte Katalog charakteristischer Zuständigkeiten der Hauptversammlung ändert am Normzweck nichts, sondern hat nur beschreibenden Charakter<sup>180</sup>. Damit hat das Aktiengesetz von 1965 an der Kompetenzverteilung des Aktiengesetzes von 1937 weitgehend festgehalten<sup>181</sup>.

Gegenüber dem Ziel, den Aktionärs- und Gläubigerschutz zu stärken und von dem Führerprinzip des Vorstands Abstand zu nehmen, gab es aber auch einige kritische Stimmen aus der Literatur, erwähnt seien hier *Wiethölter* und *Mestmäcker*<sup>182</sup>.

#### IV. Das Ergebnis

Rückblickend kann man sagen, dass die Kompetenzverteilung zwischen den Organen innerhalb der Aktiengesellschaft starken Wandlungen unterworfen war. Insbesondere in

<sup>177</sup> Vgl. Emmerich/Sonnenschein, S. 2.

<sup>178</sup> Vgl. Dietrich in AWD 6/73, S. 305.

<sup>179</sup> Vgl. Fischer in AcP 154/55, S. 181: „In der Einleitung seiner Schrift vom Juni 1954 „Zur Reform des Aktienrechts“ geht der Deutsche Industrie- und Handelstag (DIHT) von folgenden Erkenntnissen aus: Aus diesem Grunde sind naturgemäß Mehrheitsaktionäre, welche auch nach geltendem Recht die Gesellschaft beherrschen und nicht nur im Aufsichtsrat, sondern meist auch im Vorstand durch ihre Vertrauensleute vertreten sind, an einer Reform weniger interessiert. Es entspricht jedoch nicht dem Wesen der Aktiengesellschaft, nur eine Zusammenfassung eines kleinen Kreises kapitalkräftiger Unternehmen oder Personen zu sein, sondern die Rechtsform der Aktiengesellschaft hat gerade den Zweck, weite Kreise am unternehmerischen Geschehen Anteil nehmen zu lassen und damit dem sparenden Publikum die Möglichkeit einer produktiven Kapitalanlage zu geben. Der Schwerpunkt der Reform des Aktienrechts muss deshalb gerade unter diesem Gesichtspunkt bei der Verstärkung der Rechte der Minderheitsaktionäre, insbesondere der Publikumsaktionäre liegen.“

<sup>180</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §119 Rn. 1.

<sup>181</sup> Vgl. Meyer-Landrut in Großkomm., Einl. II 2a, bb); v. Rechenberg, S. 27.

<sup>182</sup> Vgl. Meyer-Landrut in Großkomm., Einl. II 2b): „*Wiethölter* wies z.B. nach, dass die sog. Aktiendemokratie weder je existent war noch systemkonform zu verwirklichen ist, und dass die Entmachtung der Hauptversammlung zugunsten des Vorstands 1937 nicht der Ausfluß des nationalsozialistischen Führerprinzips war, sondern das Gesetz insoweit in Einklang mit der historischen Entwicklung brachte, und dass der Aufsichtsrat als solcher nicht funktionsfähig war, sich dagegen als Verwaltungsrat durchzusetzen.“

der früheren Geschichte, der Zeit vor 1937, hatte die damalige Generalversammlung eine sehr starke Stellung innerhalb der Gesellschaft. Der Vorstand und Aufsichtsrat waren ihren Weisungen untergeordnet. Die Generalversammlung war das oberste Organ der Gesellschaft. Es bestand zur damaligen Zeit eine hierarchisch aufgebaute Unternehmensverfassung.

Mit der Aktienrechtsreform von 1937 wurde die Hauptversammlung entmachtet und man folgte getreu der politischen Richtung dem Führerprinzip. Die Stellung des Vorstands wurde dadurch gestärkt, dass er an keine Weisungen der Hauptversammlung oder des Aufsichtsrats gebunden war und ihm alleine die Geschäftsführung und Leitung der Gesellschaft oblag.

Das Bekenntnis der Aktienrechtsreform von 1965 zum wirtschaftlichen Eigentum der Aktionäre und ihrer demokratischen Grundsätze konnte an der von dem Aktiengesetz 1937 festgelegten Kompetenzverteilung nichts ändern. Zu sehr wurde an dem Gedanken festgehalten, eine Aktiengesellschaft könne nur gedeihen, wenn sie von wenigen sachkundigen Personen geleitet werde. Eine aktionärsdemokratische Anreicherung hat die Reform von 1965 lediglich durch periphere Korrekturen des Minderheitenschutzes, z.B. das Auskunftsrecht, das Depotstimmrecht und das Anfechtungsrecht der Aktionäre, eingebracht<sup>183</sup>.

Nach seinem Text begrenzt das heutige Aktiengesetz, das auf dem Aktiengesetz von 1965 beruht, die Zuständigkeit der Hauptversammlung auf den engen Kreis einiger weniger Entscheidungsgegenstände (§119 Abs. 1 AktG). Die Gesamtheit der Aktionäre ist seit der Aktienrechtsreform von 1937 nicht mehr das oberste Gesellschaftsorgan, das frei und jederzeit abänderbar über die Kompetenzverteilung entscheidet und unbegrenzt, in die Geschäftsführung des Vorstands eingreifen kann. Heute vermag noch nicht einmal die Satzung den gesetzlichen Zuständigkeitsbereich der Aktionäre zu erweitern<sup>184</sup>. Trotzdem ist eine schon seit der Aktienrechtsreform 1965 in der Rechtsliteratur und Rechtsprechung stetige Hinwendung zum Schutz der Rechtsstellung des Aktionärs gegenüber seiner Gesellschaft und ihrer Verwaltung festzustellen<sup>185</sup>. Dabei geht die Entwicklung immer stärker weg von der auf die Leitung des Unternehmens durch den Vor-

---

<sup>183</sup> Vgl. Martens in ZHR 147/83, S. 379.

<sup>184</sup> Vgl. Hommelhoff in ZHR 151/87, S. 506.

<sup>185</sup> Vgl. Sünner in AG 7/83, S. 169.

stand konzentrierten Grundkonzeption und hin zu einer Aktionärsgesellschaft, die den Anteilseignern einen nicht unerheblichen Mitentscheidungsspielraum bietet<sup>186</sup>.

### **C. Die Kompetenzaufteilung nach geltendem Recht**

Zur genaueren Bestimmung der Kompetenzverteilung zwischen den Organen der Aktiengesellschaft werden zunächst die Grundsätze der internen Organisationsstruktur und die Stellung der einzelnen Organe mit ihrem Aufgabenbereich betrachtet, um dann in den anschließenden Kapiteln die Erkenntnisse auf die an einem Übernahmeverfahren beteiligten Gesellschaften zu übertragen.

#### **I. Das dualistische System**

Im Allgemeinen gibt es zwei unterschiedliche Organisationsstrukturen der Aktiengesellschaft: entweder obliegen die Verwaltungsfunktionen einem einzigen Organ, dem Verwaltungsrat (board of directors), oder es bestehen für Leitung und Kontrolle zwei funktionell voneinander getrennte Organe, der Vorstand und der Aufsichtsrat, entsprechend dem dualistischen System<sup>187</sup>.

Vor allem im anglo-amerikanischen Rechtskreis verfügen die der Aktiengesellschaft vergleichbaren Gesellschaftsformen häufig nur über ein einheitliches Leitungsorgan, den Verwaltungsrat (monoistischen System)<sup>188</sup>. Dieser einheitliche Verwaltungsrat setzt sich aus geschäftsführenden und nicht geschäftsführenden Mitgliedern zusammen (executive and non-executive directors)<sup>189</sup>. Das im deutschen Recht existierende zwingende

<sup>186</sup> Vgl. Sieger/Hasselbach in AG 6/99, S. 241.

<sup>187</sup> Vgl. Grossfeld/Ebke in AG 4/77, S. 92.

<sup>188</sup> Vgl. Hirte, S. 35; Grossfeld/Ebke in AG 4/77, S. 92: „Der entscheidende Unterschied zum deutschen dualistischen System kann am besten am amerikanischen Recht gesehen werden. Nach der ursprünglichen Vorstellung war der board of directors nicht selbst Executivorgan der Aktiengesellschaft (Corporation). Seine Aufgabe war es viel mehr, die grundlegenden Geschäftsentscheidungen zu treffen und die allgemeine Geschäftspolitik zu bestimmen. Die Leitung und Ausführung der Geschäfte der laufenden Verwaltung oblag dagegen den officers (Management). board of directors und Management sind indes nicht, wie nach deutschem Recht, selbständige, klar voneinander getrennte Organe. Der board of directors vereinigt vielmehr Elemente des Vorstands und des Aufsichtsrates.“; Mestmäcker, S. 78: „Das amerikanische Recht teilt die Führung der Korporation zwischen board und Management auf. Das Ziel ist nicht, gegensätzliche Interessen in der Verwaltung zur Geltung zu bringen und auszugleichen, sondern es werden innerhalb der einheitlichen Verwaltung die Aufgaben der Geschäftsführung verteilt. Die Pflicht des board of directors, das Management zu beaufsichtigen, hat keine selbständige Bedeutung. Die Aufsicht gehört zur obersten Leitung. Die Identität von Mitgliedern des board of directors und des Management als solche ist nicht systemwidrig. Sie kann sich in die einheitliche Leitung der Korporation durch board und Management einfügen.“

<sup>189</sup> Vgl. Scheffler in ZGR 1/93, S. 63: „Als Vorteile dieses Boardsystems werden hervorgehoben (1) die stärkere Einbindung der „externen“ Boardmitglieder, die an allen Boardsitzungen teilnehmen und über Geschäftsführungsmaßnahmen mitentscheiden, sowie (2) die im Vergleich zu den üblichen Auf-

dualistische System mit der Aufteilung der Verwaltung in Vorstand und Aufsichtsrat ist im internationalen Vergleich eine Ausnahme. In Deutschland herrscht aber Einigkeit darüber, dass sich die Aufteilung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat bewährt hat<sup>190</sup>. Die Verfassung der Aktiengesellschaft sieht demnach drei Organe vor: den Vorstand, den Aufsichtsrat und die Hauptversammlung<sup>191</sup>.

## II. Die Machtbalance

Das Aktiengesetz hat die drei Gesellschaftsorgane mit den Mitteln des Organisationsrechts in ein ausgewogenes und den praktischen Bedürfnissen entsprechendes Verhältnis zueinander gebracht. Es hat nicht nur Verzerrungen und Vermischungen zwischen einzelnen Organen vermieden. Vielmehr hat der Gesetzgeber die Organe auch für ihre jeweiligen Funktionen und Kompetenzen ertüchtigt, indem er sie gegen konkurrierende Tätigkeiten des jeweils anderen Organs abgeschirmt hat. Dieses ausgeklügelte Machtgefüge ist dadurch geschützt, dass es gesetzlich zwingend ist und von ihm gemäß §23 Abs. 5 AktG in der Satzung nur dann abgewichen werden kann, wenn es ausdrücklich zugelassen ist. Gleichzeitig enthalten die Kompetenzzuweisungen der einzelnen Organe nicht nur positive, kompetenzbegründende Zuweisungen, sondern auch negative, kompetenzausschließende<sup>192</sup>. D.h., was dem einzelnen Organ nicht zur Entscheidung zugesprochen wird, liegt außerhalb seines Zuständigkeitsbereichs. Ziel dieser Regelung ist es, Streitigkeiten bezüglich Zuständigkeitsfragen zu vermeiden und zugleich eine Gewähr von Rechtssicherheit zu leisten.

Eines kann daher schon vorweggenommen werden: bei der Aktiengesellschaft gibt es keine hierarchische Organverfassung. Deshalb kann auch keine Rede davon sein, dass ein bestimmtes Organ, beispielsweise die Hauptversammlung, das oberste Organ der Aktiengesellschaft sei. Insbesondere die zwingende Verfestigung der gesetzlich vorgezeichneten Zuständigkeitsverteilung der Hauptversammlung in §119 Abs. 1 AktG und, damit einhergehend der Ausschluss ihrer Allzuständigkeit, dienen dem Zweck, die dem Gesetzgeber angemessen erscheinende Machtverteilung zwischen der Hauptversamm-

---

sichtsratssitzungen regelmäßiger und häufiger stattfindenden Boardsitzungen, die eine intensivere und zeitnähere Überwachung ermöglichen. Boardsitzungen finden in der Regel in monatlichen Abständen statt, soweit nicht besondere Umstände zusätzliche Sitzungen erfordern. Der stärkeren Integration steht als Nachteil das Problem der Selbstüberwachung gegenüber.“

<sup>190</sup> Vgl. Peltzer in Hachenburg, S. 52; Eisenhardt, S. 301.

<sup>191</sup> Vgl. Hefermehl in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, Vorb. §76 Rn. 1.

<sup>192</sup> Vgl. Mecke, S. 225.

lung und den Verwaltungsorganen zu stabilisieren<sup>193</sup>. Charakteristisch für die Aktiengesellschaft ist damit die vom Gesetzgeber beabsichtigte Machtbalance zwischen Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung<sup>194</sup>.

### **III. Die einzelnen Organe der Aktiengesellschaft**

Um die Stellung der einzelnen Organe und die Ausgestaltung der Machtbalance in der Aktiengesellschaft deutlich herauszuarbeiten, sollen zunächst die Aufgabenbereiche der einzelnen Organe dargestellt werden. Dies zum einen, um einen Überblick über die gegenwärtigen Aufgabenbereiche zu erhalten, und andererseits, um die im Rahmen der Untersuchung im Grenzbereich der Kompetenzen auftretenden Fragen beantworten zu können. Eines kann jedoch schon vorweg gesagt werden: die Kompetenzverteilung ist Bestandteil der Verfassung der Aktiengesellschaft und weitgehend zwingend im Gesetz ausgestaltet, indem sie die Organe benennt und deren Kompetenzen untereinander abgrenzt.

#### **a) Der Vorstand**

##### **1. Die Zusammensetzung**

Der Vorstand wird vom Aufsichtsrat gewählt und überwacht (§§84, 111 AktG)<sup>195</sup>. Er kann gemäß §76 Abs. 2 Satz 2 AktG aus einer oder mehreren Personen bestehen. Bei einem Grundkapital von über drei Millionen Euro verlangt das Gesetz eine Mindestzahl von zwei Vorstandsmitgliedern (§76 Abs. 2 Satz 2 AktG). Dies ist jedoch durch Satzung abänderbar<sup>196</sup>.

##### **2. Die Kompetenzen**

###### **2.1. Die Leitung und Vertretung der Gesellschaft**

Die Hauptaufgaben des Vorstands sind gemäß §§76, 78 AktG die Leitung, die Geschäftsführung und die Vertretung der Gesellschaft. Er leitet die Gesellschaft gemäß §76 Abs. 1 AktG unter eigener Verantwortung. Er vertritt die Gesellschaft gerichtlich und außergerichtlich. Während die Geschäftsführung jede tatsächliche oder rechtsgeschäftliche Tätigkeit ist, geht es bei der Leitung um die Führungsfunktion des Vorstands, mithin um einen herausgehobenen Teilbereich der Geschäftsführung. Gegens-

<sup>193</sup> Vgl. Mülbert in Großkomm., §119 Rn. 7; Eisenhardt, S. 301.

<sup>194</sup> Vgl. Eisenhardt, S. 301; Hüffer, Komm. z. AktG, §76 Rn. 4, §119 Rn. 1.

<sup>195</sup> Vgl. Salje in JA 11/90, S. 322; Peltzer in ZIP 2/89, S. 69.

<sup>196</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §76 Rn. 22.

tand der Leitungsfunktion sind die Unternehmensplanung, -kontrolle und -koordination<sup>197</sup>. Das Gesetz will mit dem Leitungsauftrag des §76 Abs. 1 AktG für den Bereich der Innenwirkung des tatsächlichen oder rechtsgeschäftlichen Handelns nichts anderes erfassen, als die Geschäftsführung im Sinn des Überwachungsauftrags des §111 Abs. 1 AktG<sup>198</sup>. Der Vorstand übt seine Leitungsaufgabe gemäß §76 Abs. 1 AktG unter eigener Verantwortung aus, d.h. er ist nicht an Weisungen anderer Gesellschaftsorgane gebunden und auch nicht an Weisungen von (Groß-) Aktionären<sup>199</sup>. §76 Abs. 1 AktG wird von §111 Abs. 4 Satz 1 AktG und §119 Abs. 2 AktG flankiert, die Aufsichtsrat und Hauptversammlung von der Funktion der Geschäftsführung ausschließen. Nach §111 Abs. 4 Satz 1 AktG können dem Aufsichtsrat Maßnahmen der Geschäftsführung nicht übertragen werden. Nach §119 Abs. 2 AktG darf die Hauptversammlung über Fragen der Geschäftsführung nur entscheiden, wenn es der Vorstand verlangt<sup>200</sup>.

Wird der Vorstand unter eigener Verantwortung tätig, bedeutet dies, dass er seine Leitungsentscheidung nach eigenem Ermessen trifft. Dies bedeutet eine sachgerechte Wahrnehmung der in der Gesellschaft und ihrem Unternehmen zusammentreffenden Interessen. Dabei sind die Interessen der Aktionäre (Kapital), der Arbeitnehmer (Arbeit) und der Öffentlichkeit (Gemeinwohl) zu berücksichtigen. Die Ermessensausübung findet ihre Grenze in der Pflicht des Vorstands, für den Bestand des Unternehmens und damit für eine dauerhafte Rentabilität zu sorgen<sup>201</sup>.

## 2.2. Die Abgrenzung: Leitungs- oder Strukturmaßnahmen

Generell nicht in den Bereich der Geschäftsführung gehören dagegen Struktur- oder Grundlagenänderungen<sup>202</sup>. Als Strukturänderung kommt beispielsweise die Satzungsänderung (§179 AktG) oder Maßnahmen der Kapitalbeschaffung (§§182 ff. AktG) in Betracht<sup>203</sup>. Diese Maßnahmen sind so tiefgreifend, dass sie die Gesellschaft in ihren

---

<sup>197</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §76 Rn. 2; Semler, S. 8: „Die Meinungen im Schrifttum sind unterschiedlich. Hefermehl versteht unter Leitung einmal die Führung des Unternehmens und zum anderen die routinemäßige Verwaltung; er sieht Leitung und Geschäftsführung als deckungsgleich, wenn man letztere nicht auf die Verwaltung beschränkt. Ähnlich geht auch Würdinger davon aus, dass die Leitung der Gesellschaft über die Führung hinausgeht, andererseits aber alle Maßnahmen der Leitung auch Akte der Geschäftsführung sind. Meyer-Landrut sieht in der Leitung mehr als die Summe der Geschäftsführung und Vertretung.“

<sup>198</sup> Vgl. Semler, S. 10.

<sup>199</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §76 Rn. 10; Lutter/Leinekugel in ZIP 6/98, S. 226.

<sup>200</sup> Vgl. Mertens in KK, 2. Aufl., §76 Rn. 41.

<sup>201</sup> Vgl. Kallmeyer in ZGR 1/93, S. 107; Hüffer, Komm. z. AktG, §76 Rn. 12.

<sup>202</sup> Vgl. Hirte, S. 42.

<sup>203</sup> Vgl. Mertens in KK, 1. Aufl., §119 Rn. 14.

Grundzügen berühren und der Mitwirkung der Hauptversammlung bedürfen. Danach sind alle Maßnahmen, die nicht die Unternehmensverfassung verändern, als Geschäftsführungsmaßnahmen zu werten. Hier würde es dem klaren und richtigen Konzept des Gesetzes zuwiderlaufen, würde man neben einer gegebenenfalls erforderlichen Zustimmung des Aufsichtsrats auch noch die Zustimmung der Hauptversammlung verlangen. Dies würde zu einer weitgehenden Lähmung des Vorstands führen. Bei einer Publikumsgesellschaft ein unerträglicher Zustand. Deshalb gilt die Devise: es bedarf eines Zustimmungsbeschlusses durch die Hauptversammlung nur in den Fällen, in denen es in der oben beschriebenen Weise wegen Änderung der Unternehmensverfassung gerechtfertigt ist<sup>204</sup>.

Neben der allgemeinen Aufgabe der Leitung des Unternehmens hat der Vorstand insbesondere noch folgende Funktionen: die Ausführung der Hauptversammlungsbeschlüsse (§83 Abs. 2 AktG), die Berichterstattung an den Aufsichtsrat (§90 AktG), die Führung der Handelsbücher (§91 AktG) und die Aufstellung und Vorlegung des Jahresabschlusses und des Geschäftsberichts (§148 AktG)<sup>205</sup>. Eine Ausnahme von der ausschließlichen Zuständigkeit ergibt sich in den Fällen, in denen ihre eigene Stellung betroffen ist (§§112,114 AktG).

### **3. Die Grenzen der Kompetenzen des Vorstands**

Zu erst einmal ist das zulässige Handeln des Vorstands durch die Kompetenzen der anderen Organe begrenzt. Diese Grenze beruht auf der innergesellschaftlichen Organisationsstruktur der Aktiengesellschaft, die eine Machtbalance innerhalb der Gesellschaft gewährleisten möchte. Daneben kann das Handeln des Vorstands auch durch Satzung oder Geschäftsordnungen begrenzt werden.

#### **3.1. Die Beschränkung der Kompetenzen**

§82 AktG betrifft die Beschränkung der Kompetenzen des Vorstands. Danach ist eine Beschränkung der organschaftlichen Vertretungsmacht des Vorstands nach §82 Abs. 1 AktG grundsätzlich ausgeschlossen. Dies dient dem Verkehrsschutz und übernimmt für das Aktienrecht den allgemeinen handelsrechtlichen Grundsatz, dass der Schutz des Rechtsverkehrs demjenigen des Vertretenen vorgeht. Im Innenverhältnis der Aktienge-

---

<sup>204</sup> Vgl. Kallmeyer in DB 40/89, S. 2010.

<sup>205</sup> Vgl. Eisenhardt, S. 302.

sellschaft sind dagegen Beschränkungen der Geschäftsführungsbefugnis möglich (§82 Abs. 2 AktG), wenn auch nur in engen Grenzen<sup>206</sup>.

### **3.2. Die Beschränkung der Geschäftsführung durch den Unternehmensgegenstand**

Gemäß §82 Abs. 2 AktG ist der Vorstand verpflichtet, im Verhältnis zur Aktiengesellschaft Beschränkungen ihrer Geschäftsführungsbefugnis einzuhalten. Solche Beschränkungen können aus der Satzung folgen, von dem Aufsichtsrat oder der Hauptversammlung ausgehen oder in Geschäftsordnungen von Vorstand und Aufsichtsrat ihre Grundlage finden. Diese sind nicht beliebig zulässig, sondern müssen sich, um wirksam zu sein, in den Rahmen der aktienrechtlichen Regelung einfügen<sup>207</sup>. Sie dürfen dabei nicht die gesetzlichen Regeln über die Kompetenzen und Funktionen der Organe der Aktiengesellschaft durchbrechen<sup>208</sup>. Eine solch beschränkende Regelung stellt die Angabe des Unternehmensgegenstandes in der Satzung dar (§23 Abs. 3 Nr. 2 AktG). Die Wichtigkeit der Festlegung eines bestimmten Unternehmensgegenstandes ist insbesondere daraus zu ersehen, dass eine entsprechende Angabe zum notwendigen Mindestinhalt der Satzung der Aktiengesellschaft gehört (§23 Abs. 3 Nr. 3 AktG) und die Satzung bei Fehlen oder Unwirksamkeit dieses Bestandteils nichtig ist. Der Vorstand hat sich an die Satzungsbestimmung über den Unternehmensgegenstand zu halten.

Eine gesetzliche Definition des Unternehmensgegenstandes fehlt indes. Ungeachtet dessen ist aus den entsprechenden Vorschriften des Aktiengesetzes, in denen der Begriff Verwendung findet, ableitbar, dass der Unternehmensgegenstand den Inhalt der von der Gesellschaft konkret beabsichtigten Tätigkeit bezeichnet. Da nun aber, wie bereits erwähnt, der Unternehmensgegenstand zu Lasten der Geschäftsführungsbefugnis des Vorstands beschränkend wirkt, stellt sich die Frage, wie konkret eine Satzungsbestimmung hinsichtlich des Unternehmensgegenstandes zu formulieren ist. §23 Abs. 3 Nr. 2 AktG verlangt insofern eine individuelle und eingrenzende Beschreibung des Unternehmensgegenstandes der Aktiengesellschaft. Dies hat zur Folge, dass der Handlungsspielraum des Vorstands um so eingeschränkter ist, je präziser der Wortlaut des Unternehmensgegenstands ist<sup>209</sup>.

<sup>206</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §82 Rn. 1.

<sup>207</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §82 Rn. 8.

<sup>208</sup> Vgl. Mertens in KK, 2. Aufl., §82 Rn. 11.

<sup>209</sup> Vgl. Kessler in AG 2/95, S. 66.

Allerdings stehen hinter §23 Abs. 3 Nr. 2 AktG auch gewichtige eignerspezifische Interessen, die der Gesetzgeber für schutzwürdig gehalten hat. Zum einen ist es den Aktionären nicht gleichgültig, in welcher Branche das Unternehmen tätig ist, da sie insoweit ihre ursprünglichen Anlageentscheidung aufgrund von Gewinnschätzungen getroffen haben, für die der bisherige Unternehmensgegenstand als Anhaltspunkt gedient hat. Zum anderen tragen die Aktionäre das Unternehmensrisiko, so dass die Bestimmung des Umfangs des Tätigkeitsbereichs der Gesellschaft auch aus diesem Grund nicht dem Vorstand überlassen bleiben kann. Hier ist deutlich zu erkennen, wie der Machtbereich der Satzungsgeber durch diese Kompetenzzuweisung (die Festlegung des Unternehmensgegenstandes) gestärkt wurde. Auch den Schutz des Rechtsverkehrs hatte der Gesetzgeber mit dieser Regelung im Auge, da auch ihm die Branchenzugehörigkeit und die Art der Geschäftstätigkeit seines gegenwärtigen oder zukünftigen Vertragspartners nicht gleichgültig ist<sup>210</sup>. Die Bestimmung des Unternehmensgegenstands kann auch durch die Hauptversammlung nachträglich geändert werden. Aufgrund der überragenden Bedeutung für die Interessen der Aktiengesellschaft bedarf ein Hauptversammlungsbeschluss, in diesem Falle handelt es sich um eine sog. faktische Satzungsänderung, grundsätzlich der qualifizierten Mehrheit des §179 Abs. 2 AktG. Insgesamt muss bei der Beurteilung der verbindlichen Wirkung für die Geschäftsführung durch den Unternehmensgegenstand und dessen Bestimmung berücksichtigt werden, dass auch die Satzung das Prinzip der eigenverantwortlichen Leitungsmacht des Vorstands nach §76 Abs. 1 AktG respektieren muss<sup>211</sup>.

#### **4. Die Kapitalerhöhung durch genehmigtes Kapital**

Die Möglichkeit einer Kapitalerhöhung liegt grundsätzlich in den Händen der Aktionäre (§182 Abs. 1 AktG). Die Hauptversammlung kann in demselben Beschluss, mit dem sie die Kapitalerhöhung beschließt, auch das Bezugsrecht gemäß dem §§186 Abs. 3 und 4 AktG ausschließen. Die Beschlussfassung über die Kapitalerhöhung und der Ausschluss des Bezugsrechts müssen unzertrennlicher Bestandteil ein und desselben Beschlusses sein. Da der Bezugsrechtsausschluss einen schwerwiegenden Eingriff in die Interessen der Aktionäre darstellt, bedarf es daher darüber hinaus gemäß §186 Abs. 4 AktG eines im Gesellschaftsinteresse liegenden sachlichen Rechtfertigungsgrundes. Entscheidend

---

<sup>210</sup> Vgl. Kessler in AG 2/95, S. 67.

<sup>211</sup> Vgl. Mertens in KK, 2. Aufl., §82 Rn. 14.

ist, dass die Aktionäre durch das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses sowohl bei der Kapitalerhöhung als auch bei dem Bezugsrechtsausschluss hinreichend geschützt sind<sup>212</sup>.

Davon ist die Kapitalerhöhung durch genehmigtes Kapital zu unterscheiden. Während bei der gewöhnlichen Kapitalerhöhung die Entscheidung aller wesentlichen Fragen durch Beschluss der Hauptversammlung unmittelbar erfolgt und der Vorstand verpflichtet ist, den Erhöhungsbeschluss auszuführen, besteht die Bedeutung des genehmigten Kapitals im Sinne der §§202 ff. AktG darin, dass der Vorstand durch Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung dazu befugt ist, innerhalb der durch den Hauptversammlungsbeschluss und Gesetz gezogenen Grenzen nach eigenem Ermessen die Kapitalerhöhung durchzuführen. Der Vorstand kann dabei nicht nur ermächtigt werden, das Grundkapital bis zu einem bestimmten Nennbetrag durch Ausgabe neuer Aktien gegen Einlagen zu erhöhen, sondern er kann auch darüber hinaus ermächtigt werden, über den Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre zu entscheiden (§203 Abs. 2 AktG). Der Sinn und Zweck des genehmigten Kapitals sind darin zu sehen, dass die Aktiengesellschaft damit Bewegungsfreiheit und Handlungsspielraum bei der Beschaffung von Kapital, insbesondere auch im Hinblick auf den Erwerb von Unternehmensbeteiligungen erlangt. Der Vorstand hat dadurch die Möglichkeit, das Grundkapital zu einem von ihm als geeignet angesehenen Zeitpunkt, insbesondere auch unter Ausnutzung einer besonders günstigen Börsensituation, zu erhöhen, ohne den schwerfälligen und teuren Apparat einer Hauptversammlung in Anspruch nehmen zu müssen. Wie über jede andere Kapitalerhöhung muss auch über das genehmigte Kapital ein Beschluss der Hauptversammlung herbeigeführt werden. Der Hauptversammlungsbeschluss hat die Ermächtigung des Vorstands zum Gegenstand, die diesen in die Lage versetzt, anstelle der Hauptversammlung über eine Kapitalerhöhung zu bestimmen. Dabei wird dem Vorstand die Entscheidung überlassen, ob überhaupt, zu welchem Zeitpunkt und in welchem Umfang eine Kapitalerhöhung stattfindet. Die Stellung des Vorstands wird dadurch wesentlich gestärkt.

Darüber hinaus kann die Hauptversammlung in ihrem Ermächtigungsbeschluss das Bezugsrecht gemäß §203 Abs. 1 AktG selbst ausschließen oder gemäß §203 Abs. 2 AktG

---

<sup>212</sup> Vgl. Eisenhardt, S. 283: „Nach Ansicht des BGH ist der Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre nur dann zulässig, wenn er aus einer auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung bezogenen Beurteilung – unter gebührender Berücksichtigung der für die zum Bezug ausgeschlossenen Aktionäre eintreten-

dem Vorstand die Ermächtigung erteilen, dass er selbst durch einen Vorstandsbeschluss über einen Bezugsrechtsausschluss entscheidet<sup>213</sup>.

Die Rechtsprechung hat zwischen 1982 bis 1997 für den Bezugsrechtsausschluss bei genehmigten Kapital die gleichen strengen Anforderungen gestellt wie bei dem Bezugsrechtsausschluss durch Hauptversammlungsbeschluss bei einfacher Kapitalerhöhung<sup>214</sup>. Das bedeutete, dass eine mehrstufige Rechtmäßigkeitsprüfung auch beim Bezugsrechtsausschluss bei genehmigten Kapital stattfinden musste. Diese Rechtsprechung hat der BGH im Jahre 1997 (BGHZ 136, 133)<sup>215</sup> ausdrücklich aufgegeben. Maßgeblich dafür war die Erkenntnis, dass die Anforderungen, die der BGH bislang an den Bezugsrechtsausschluss bei genehmigten Kapital gestellt hatte, nach den Erfahrungen in der Praxis der Unternehmen zu streng und nicht praktikabel waren. Weil nach der bisherigen Rechtsprechung bereits im Beschlusszeitpunkt feststehen musste, dass der Ausschluss des Bezugsrechts durch sachliche Gründe im Interesse der Gesellschaft gerechtfertigt ist, und weil zur entsprechenden Prüfung durch die Aktionäre konkrete Tatsachen offengelegt werden mussten, sei ein Bezugsrechtsausschluss vor Eintritt in das konkrete Verhandlungsstadium nicht möglich gewesen. Die bisherige Rechtsprechung habe damit kurzfristige Entscheidungen verhindert. Das genehmigte Kapital solle der Aktiengesellschaft jedoch gerade die erforderliche Bewegungsfreiheit unter anderem bei der Verbindung mit anderen Unternehmen geben, um sich auf dem Kapitalmarkt bietenden Gelegenheiten rasch und flexibel ausnutzen zu können. Die strengen Maßstäbe der Rechtsprechung nahmen somit dem Institut des genehmigten Kapitals die Flexibilität, insbesondere Möglichkeiten zur Unternehmenserweiterung im Interesse der Gesell-

---

den Folgen - durch sachliche Gründe im Interesse der Gesellschaft gerechtfertigt ist. In diese Prüfung ist die Abwägung der Interessen und der Verhältnismäßigkeit von Mittel und Zweck einzubeziehen.“

<sup>213</sup> Vgl. Kindler in ZGR 1/98, S. 37; Eisenhardt, S. 279, Hüffer, Komm. z. AktG, §203 Rn. 8.

<sup>214</sup> So der BGH in seiner Entscheidung BGHZ 83, 319, dem sog. Holzmann-Urteil, in der er das Erfordernis der Verhältnismäßigkeit aufgestellt hat.

<sup>215</sup> Vgl. Schumann, S. 56: „Gegenstand dieses BGH-Urteils vom 23. Juni 1997, dem sog. Siemens/Nold-Urteil, war ein Hauptversammlungsbeschluss der Siemens AG zur Schaffung eines genehmigten Kapitals unter Ausschluss des Bezugsrechts. Der Bezugsrechtsausschluss sollte die Gewährung von eigenen Aktien an Arbeitnehmer, aber auch den Erwerb von Beteiligungen in geeigneten Einzelfällen gegen Überlassung von Stammaktien der Siemens AG ermöglichen. Konkretere Angaben zum Zweck des Bezugsrechtsausschlusses enthielt der Bericht des Vorstands nicht. Während der Bezugsrechtsausschluss zur Ausgabe von Belegschaftsaktien nach der bisherigen Rechtsprechung unproblematisch war, widersprach die in nur einem einzigen Satz enthaltene Begründung zum Bezugsrechtsausschluss zwecks Beteiligungserwerbs praktisch allem, was dazu in den vergangenen zehn Jahren judiziert und geschrieben worden ist.“

schaft und ihrer Aktionäre ausnutzen zu können<sup>216</sup>. Der BGH argumentiert also mit dem Normzweck der §§202 ff. AktG.

Danach besteht nun die Möglichkeit einer sog. Vorratsermächtigung zur Schaffung genehmigten Kapitals, legt man dem Urteil eine weite Interpretation zugrunde. Nach der bisherigen Auffassung der Rechtsprechung war eine Vorratsermächtigung unzulässig, da es in diesem frühen Stadium der Schaffung genehmigten Kapitals an der geforderten Konkretheit des Unternehmensinteresses mangelt<sup>217</sup>.

Der Vorstand wird nicht kraft eigener Zuständigkeit gemäß §76 AktG tätig, sondern „kraft Delegation“ gemäß §203 Abs. 1 AktG. Die originäre Zuständigkeit liegt in der Hand der Hauptversammlung gemäß §119 Abs. 1 Nr. 6 AktG<sup>218</sup>. Die Hauptversammlung kann sich hierbei auf die Festlegung eines allgemein umschriebenen Ermächtigungsrahmen beschränken, in welchem dem Vorstand ein eigener Handlungsspielraum eingeräumt ist, den er aber einzuhalten hat und nicht berechtigt ist, zu überschreiten<sup>219</sup>. Bei der Umsetzung der Kapitalerhöhung muss er berücksichtigen, dass eine Übereinstimmung mit dem Unternehmensgegenstand und der tatsächlichen Lage mit der abstrakten Umschreibung des Vorhabens im Ermächtigungsbeschluss vorliegt und das Vorhaben dem wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft entspricht.

## **b) Der Aufsichtsrat**

### **1. Die Zusammensetzung**

Der Aufsichtsrat soll, das ist die Vorstellung die hinter der strengen Funktionsabgrenzung liegt, sicherstellen, dass die Interessen der Aktionäre gegenüber dem Vorstand gewahrt bleiben. Der Aufsichtsrat wird dementsprechend von der Hauptversammlung gewählt, bei mitbestimmten Aktiengesellschaften zur Hälfte durch die Belegschaft (§101 Abs. 1 AktG), und spiegelt regelmäßig die Stimmanteils-Mehrheitsverhältnisse wider<sup>220</sup>.

<sup>216</sup> Vgl. BGHZ 136, S. 133 ff.; Eisenhardt, S. 286; Kindler in ZGR 1/98, S. 40.

<sup>217</sup> Vgl. Kindler in ZGR 1/98, S. 62: „Zugleich ist die Erteilung von Vorratsermächtigungen rechtlich möglich, auch wenn der Senat dies offenbar so nicht beabsichtigt hat. Denn auch die erforderliche abstrakte Umschreibung des Vorhabens wird der Hauptversammlung künftig selten mißlingen. Darin liegt aber keine gesetzeswidrige Selbstentmündigung der Hauptversammlung, da der einzelne Aktionär gegen kompetenzwidrige Vorstandsentscheidungen gerichtlich vorgehen kann.“

<sup>218</sup> Danach beschließt die Hauptversammlung in den im Gesetz und in der Satzung ausdrücklich bestimmten Fällen namentlich über Maßnahmen der Kapitalbeschaffung und der Kapitalherabsetzung.

<sup>219</sup> Vgl. Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1109; Kindler in ZGR 1/98, S. 56.

<sup>220</sup> Vgl. Salje in JA 11/90, S. 322; Schreyögg in AG 10/83, S. 278.

## 2. Die Kompetenzen

### 2.1. Die Bestellung des Vorstands

Gemäß §84 Abs. 1 AktG obliegt dem Aufsichtsrat die Bestellung und Abberufung des Vorstands<sup>221</sup>. Daneben finden sich noch weitere Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats hauptsächlich in §111 AktG.

### 2.2. Der Aufsichtsrat als Kontrollorgan

Im Mittelpunkt steht die aus §111 Abs. 1 AktG resultierende Pflicht zur Kontrolle und Überwachung des Vorstands. Überwachungsgegenstand ist die Geschäftsführung des Vorstands. Damit steht dem Aufsichtsrat in erster Linie die Funktion des Kontrollorgans zu. Da es dem Aufsichtsrat jedoch unmöglich ist, jede einzelne Maßnahme des Vorstands zu kontrollieren, bezieht sich die Überwachung tendenziell eher auf die Leitungsmaßnahmen des Vorstands. Dies beinhaltet eine Überwachung nicht nur der Rechtmäßigkeit, sondern auch der Wirtschaftlichkeit und Zweckmäßigkeit der Geschäftsführung<sup>222</sup>.

Insbesondere hat der Aufsichtsrat bei seiner laufenden Überwachung der Geschäftsführung zu überprüfen, ob sich der Vorstand auch wirklich nur ausschließlich von den Interessen der Unternehmensbeteiligten hat leiten lassen oder ob vielmehr eigene Ziele (Ziele der Unternehmensleitung) den Ausschlag für die konkrete Entscheidung gegeben haben. In diesen Fällen wäre dann ein unbedingtes und sofortiges Einschreiten des Aufsichtsrates erforderlich<sup>223</sup>. Für die Kontrolle des Vorstands stehen dem Aufsichtsrat in erster Linie die Berichtspflichten des §90 AktG und der Zustimmungsvorbehalt gemäß §111 Abs. 4 Satz 2 AktG zur Verfügung. Der Kontrollaufgabe immanent ist auch die Pflicht, auf den Vorstand in besonderen Situationen einzuwirken<sup>224</sup>. Hierbei darf sich die Kontrolle nicht nur auf die in der Vergangenheit vorgenommenen Tätigkeiten des Vorstands beschränken, „ex post“ Kontrolle, sondern sie muss auch präventiv angelegt sein, also in die Zukunft hinein wirken, indem der Aufsichtsrat durch Beratung mit dem

<sup>221</sup> Vgl. Eisenhardt, S. 306; Mertens in KK, 2. Aufl., §111 Rn. 36.

<sup>222</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §111 Rn. 3, 6; Hirte, S. 81; Eisenhardt, S. 306; Scheffler in ZGR 1/93, S. 66: „Als Überwachungsinstrumentarium sind vorgesehen (1) die Berichte des Vorstands (§90 Abs. 1 und 3 AktG) an den Aufsichtsrat, (2) das Einsichts- und Prüfungsrecht des Aufsichtsrates nach §111 Abs. 2 AktG, (3) die Prüfung des Jahresabschlusses (§§170 und 171 AktG) und eines etwaigen Abhängigkeitsberichtes (§§312-314 AktG), die Vorlage des Konzernabschlusses (§337 AktG), die Vorlage der Prüfungsberichte des Abschlussprüfers und die Zustimmungsvorbehalte gemäß §111 Abs. 4 AktG.“

<sup>223</sup> Vgl. Kessler in AG 2/95, S. 66.

<sup>224</sup> Vgl. Semler, S. 77.

Vorstand auf die künftige Geschäftspolitik Einfluß nimmt. In diesem Sinne nimmt der Aufsichtsrat mittelbar an der Leitung der Gesellschaft teil<sup>225</sup>. Dabei besteht die Möglichkeit, dass der Aufsichtsrat regelmäßig Aufgaben wahrnimmt, die über eine bloße Überwachung weit hinausreichen. Nicht selten findet schon im Frühstadium bedeutsamer Entscheidungen eine Abstimmung mit dem Vorstand statt, die einer Integration des Aufsichtsrats in den unternehmenspolitischen Entscheidungsprozeß gleichkommt<sup>226</sup>. Insoweit sollte sich der Aufsichtsrat auf seine Kontrollfunktion konzentrieren, um die Leitungsautonomie des Vorstands nicht zu beeinträchtigen. Der Aufsichtsrat darf nicht als dessen ständiger Schatten fungieren, sondern hat seine Kontrolle auf bedeutsame Schwerpunkte der Vorstandstätigkeit zu konzentrieren<sup>227</sup>.

### **2.3. Keine Geschäftsführung durch Aufsichtsrat**

Im Verhältnis zwischen Vorstand und Aufsichtsrat ist folgendes zu beachten. Beide sind Verwaltungsorgane. Der Vorstand wird jedoch nicht nur in eigener Verantwortung, sondern auch in eigener Initiative tätig. Er ist Entscheidungs- und Handlungszentrum. Dagegen wird der Aufsichtsrat durch das Gesetz, §111 Abs. 1 AktG, auf die Überwachungsaufgabe verwiesen<sup>228</sup>. Umgekehrt verbietet §111 Abs. 4 Satz 1 AktG ausdrücklich, dem Aufsichtsrat Maßnahmen der Geschäftsführung zu übertragen. Gemäß §111 Abs. 4 Satz 1 AktG kann der Aufsichtsrat eigene Geschäftsführungskompetenzen nicht selbst begründen und auch nicht durch die Satzung erhalten<sup>229</sup>. Ansonsten würde ein Eingriff in die Leitungskompetenz des Vorstands vorliegen, der die Machtbalance in der Aktiengesellschaft stören würde.

### **2.4. Der Zustimmungsvorbehalt aus §111 Abs. 4 Satz 2 AktG**

Gemäß §111 Abs. 4 Satz 2 AktG kann die Satzung oder der Aufsichtsrat selbst festlegen, dass bestimmte Arten von Geschäften nur mit der Zustimmung des Aufsichtsrats vorgenommen werden dürfen<sup>230</sup>. Das Recht des Aufsichtsrats, bestimmte Arten von Geschäften seiner Zustimmung zu unterwerfen, entspringt aus der Funktion seiner Kon-

<sup>225</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §111 Rn. 5; Lutter/Krieger, S. 35.

<sup>226</sup> Vgl. Schreyögg in AG 10/83, S. 278.

<sup>227</sup> Vgl. Lutter/Krieger, S. 37; Mertens in KK, 2. Aufl., §111 Rn. 11.

<sup>228</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §76, Rn. 2, 11.

<sup>229</sup> Vgl. Hirte, S. 81; Eisenhardt, S. 306.

<sup>230</sup> Vgl. Götz in ZGR 3/90, S. 636: „Dieses Recht des Zustimmungsvorbehalts wurde dem Aufsichtsrat schon im Aktiengesetz von 1937 in §95 Abs. 5 AktG als ein selbständiges Recht eingeräumt.“

trollaufgabe, und ist nicht durch Satzung aufheb- oder einschränkbar<sup>231</sup>. Wird die Zustimmung versagt, muss die Maßnahme unterbleiben. Die Zustimmungsverweigerung wirkt demnach wie die Ausübung eines Vetorechts. Nichtig wäre demgegenüber die Bestimmung der Satzung oder der Beschluss des Aufsichtsrats, nach welchen bestimmte Maßnahmen positiv in die Kompetenz des Aufsichtsrats fielen, und damit nur von ihm durchgeführt werden könnten<sup>232</sup>. Der Aufsichtsrat kann somit vom Vorstand beabsichtigte Maßnahmen verhindern, ihm aber nicht bestimmte Verhaltensweisen positiv vorschreiben<sup>233</sup>. Zusätzlich muss sich das Zustimmungserfordernis auf „bestimmte Arten“ von Geschäften beziehen. Auch unternehmensinterne Leitungsmaßnahmen können an ein Zustimmungserfordernis gebunden werden, weshalb auch Maßnahmen der Unternehmensplanung einem Zustimmungsvorbehalt nicht von vornherein entzogen sind. Diese müssen aber dem Konkretisierungsgrad nach bestimmten Geschäftsarten wenigstens vergleichbar sein und konkrete Einzelmaßnahmen darstellen. Weiterhin können Maßnahmen der Unternehmensplanung nur insoweit einem Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats unterstellt werden, als es sich um die Verabschiedung der vom Vorstand in eigener Kompetenz ausgearbeiteten, verabschiedeten und durchzuführenden Unternehmenspläne handelt<sup>234</sup>. Dies ist erforderlich, damit die Leitungsverantwortung des Vorstands nicht im Kern berührt wird. Mit dem Bestimmtheitserfordernis der Zustimmung unvereinbar wäre demnach eine Generalklausel in der Art: „alle wesentlichen Geschäfte bedürfen der Zustimmung des Aufsichtsrats“. Unbedenklich ist allerdings, dass der Aufsichtsrat einzelne Planungsmaßnahmen unter einen Zustimmungsvorbehalt stellt. Ebenso können einzelne Außengeschäfte einem Zustimmungsvorbehalt unterworfen werden<sup>235</sup>. Die genaue Bestimmung der Voraussetzungen erfolgt in Kapitel 3 im Rahmen der Übernahmeproblematik auf Seiten des Bieters.

Soweit bestimmte Arten von Geschäften der Zustimmung des Aufsichtsrates bedürfen (§111 Abs. 4 Satz 2 AktG), kann der Aufsichtsrat das Tätigwerden des Vorstands zwar nach Art eines Vetorechts verhindern. Ein Weisungsrecht, mit dem er bestimmte Maßnahmen positiv durchsetzen könnte, steht ihm jedoch auch dann nicht zu<sup>236</sup>.

---

<sup>231</sup> Vgl. Immenga in ZGR 2/77, S. 280; Mertens in KK, 2. Aufl., §111 Rn. 60; Semler, S. 79.

<sup>232</sup> Vgl. Götz in ZGR 4/90, S. 633; Eisenhardt, S. 308.

<sup>233</sup> Vgl. Lutter/Krieger, S. 48.

<sup>234</sup> Vgl. v. Rechenberg in BB 20/90, S. 1363.

<sup>235</sup> Vgl. Immenga in ZGR 2/77, S. 265; Mertens in KK, 2. Aufl., §111 Rn. 61.

<sup>236</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §76, Rn. 11.

Bei der Abgrenzung von Überwachung und Leitung spielt die Frage, ob und inwieweit nicht das Gesetz selbst die beabsichtigte Funktionstrennung durchbricht, wenn es dem Aufsichtsrat das Recht gewährt, die Vornahme bestimmter Geschäfte von seiner Zustimmung abhängig zu machen, eine nicht unerhebliche Rolle. Wer sich die Letztentscheidung über zentrale Geschäfte vorbehält, so das Argument, greift aktiv in die Geschäftsführung ein und übernimmt zwangsläufig die (Mit-) Verantwortung für die Unternehmenspolitik<sup>237</sup>. Festzuhalten bleibt, dass sich der Aufsichtsrat in der eben dargestellten Sichtweise nicht, wie vom Gesetzgeber bestimmt, als Kontroll-, sondern auch als (Mit-) Leitungsorgan darstellt, das zur bestimmenden Kraft der unternehmenspolitischen Steuerung werden kann. Der Aufsichtsrat verlässt hier den Bereich der Kontrolle und rückt näher an die Geschäftsführung heran<sup>238</sup>. § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG relativiert somit den Grundsatz aus § 111 Abs. 4 Satz 1 AktG wieder. Die Einführung des Zustimmungsvorbehalts bezweckt zwar, dem Aufsichtsrat die präventive Überwachung der Geschäftsführung zu erleichtern. Das Vetorecht gegen Maßnahmen des Vorstands gibt ihm Einfluß auf dessen Geschäftsführung. Eine eigenständige Geschäftsführungsbefugnis ist ihm allerdings damit nicht gegeben<sup>239</sup>.

Auch ohne einen Zustimmungskatalog ist der Aufsichtsrat zur präventiven Kontrolle von wichtigen Geschäften des Vorstands in der Lage und auch verpflichtet. Dies folgt aus dem Zusammenhang der §§ 90 Abs. 1 Nr. 4 und 111 Abs. 1 AktG. Gemäß § 90 Abs. 1 Nr. 4 AktG hat der Vorstand dem Aufsichtsrat über Geschäfte zu berichten, die für die Rentabilität oder Liquidität der Gesellschaft von erheblicher Bedeutung sein können. Diese Berichte sind möglichst so rechtzeitig zu erstatten, dass der Aufsichtsrat vor Vornahme der Geschäfte Gelegenheit hat, zu ihnen Stellung zu nehmen. Die Berichterstattung muss so detailliert sein, dass sich der Aufsichtsrat ein zuverlässiges Bild über Art und Umfang des Geschäfts sowie über die mit ihm verbundenen Risiken machen kann. Bei Beachtung dieser dem Vorstand auferlegten Berichtspflichten erhält der Aufsichtsrat grundsätzlich rechtzeitig Kenntnis von allen Außengeschäften, die er zum Gegenstand eines Zustimmungsvorbehalts zu machen berechtigt wäre<sup>240</sup>.

Damit sind nur solche Maßnahmen des Vorstands einem Zustimmungsvorbehalt zu unterwerfen, welche für die Rentabilität oder Liquidität von erheblicher Bedeutung sind.

---

<sup>237</sup> Vgl. Schreyögg in AG 10/83, S. 279.

<sup>238</sup> Vgl. Immenga in ZGR 2/77, S. 261.

<sup>239</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, § 111, Rn. 16; Götz in ZGR 4/90, S. 641.

<sup>240</sup> Vgl. Götz in ZGR 4/90, S. 638.

Es würde sonst dem in §76 Abs. 1 AktG festgelegten Prinzip der eigenverantwortlichen Leitung der Gesellschaft durch den Vorstand widersprechen und zugleich gegen die Rechtsordnung verstoßen<sup>241</sup>.

## **2.5. Die Einberufung der Hauptversammlung gemäß §111 Abs. 3 AktG**

Der Aufsichtsrat hat die Hauptversammlung einzuberufen, wenn das Wohl der Gesellschaft es fordert. Diese ihm obliegende Pflicht steht selbständig neben der Befugnis des Vorstands zur Einberufung der Hauptversammlung nach §121 Abs. 2 AktG. Die Hauptversammlung kann durch den Aufsichtsrat zur Erörterung von Geschäftsfragen einberufen werden. Zwar kann die Hauptversammlung über Fragen der Geschäftsführung nur entscheiden, wenn der Vorstand es verlangt (§119 Abs. 2 AktG), sie ist aber nicht gehindert, solche Fragen zu diskutieren und so der Verwaltung ein Meinungsbild über die Interessenlage der Aktionäre zu vermitteln. Dies soll insbesondere dann der Fall sein, wenn zwischen dem Vorstand und dem Aufsichtsrat grundlegende Meinungsverschiedenheiten bestehen. Ob dabei die Hauptversammlung zur Erörterung von Geschäftsführungsfragen immer als geeigneter Schiedsrichter erscheint, ist zu bezweifeln<sup>242</sup>. Jedenfalls kann der Aufsichtsrat über §111 Abs. 3 AktG eine bindende Entscheidung der Hauptversammlung auch bei außergewöhnlichen Geschäften der Gesellschaft nicht herbeiführen. Dem steht §76 AktG entgegen. Die Hauptversammlung kann über Fragen der Geschäftsführung nur entscheiden, wenn der Vorstand es verlangt (§119 Abs. 2 AktG). Hieraus ergeben sich keine Veränderungen des Entscheidungsbereichs der Organe. Gemäß §111 Abs. 3 AktG kommt der Hauptversammlung nur eine beratende Funktion und nicht eine Entscheidungskompetenz in Geschäftsführungsmaßnahmen zu<sup>243</sup>.

### **c) Die Hauptversammlung**

#### **1. Die Zusammensetzung**

Die Hauptversammlung ist die Zusammenkunft aller Aktionäre und ihrer bevollmächtigten Vertreter, in welcher sie ihre Rechte ausüben (§118 Abs. 1 AktG). Sie ist das Organ mit der Aufgabe interner Willensbildung und findet üblicherweise einmal jährlich statt, kann jedoch auch als außerordentliche Hauptversammlung wegen besonderer An-

<sup>241</sup> Vgl. Immenga in ZGR 2/77, S. 265; Götz in ZGR 4/90, S. 640.

<sup>242</sup> Vgl. Mertens in KK, 2. Aufl., §111 Rn. 49.

<sup>243</sup> Vgl. Geßler in Geßler /Hefermehl/Eckardt/Kropff, §111 Rn. 53; Hüffer, Komm. z. AktG, §111 Rn. 13.

lässe zusätzlich einberufen werden<sup>244</sup>. Sie ist das Organ, und nicht die Gesamtheit der Aktionäre<sup>245</sup>.

## 2. Die Willensbildung durch Beschluss

Regelmäßiges Ziel der Hauptversammlung ist es, im Rahmen ihrer Zuständigkeit über die zur Tagesordnung angekündigten Gesellschaftsangelegenheiten durch Beschluss zu entscheiden. Der Hauptversammlungsbeschluss stellt die Erklärung des Organwillens in Gestalt der Abstimmung über einen Antrag dar<sup>246</sup>. Die Beschlüsse haben nur in Ausnahmefällen Außenwirkung, in der Regel wirken sie nur gesellschaftsintern. Dementsprechend tritt die Hauptversammlung als Organ nach außen hin grundsätzlich nicht in Erscheinung. Dies obliegt allein dem Vorstand. In der Kennzeichnung als „Willensbildungsorgan“ liegt die Funktionsabgrenzung gegenüber Vorstand und Aufsichtsrat. Diese sind Handlungsorgane<sup>247</sup>.

## 3. Die Stellung der Hauptversammlung

Die Stellung der Hauptversammlung wird im Wesentlichen vom Gesetz bestimmt, das ihr die Kompetenzen in §119 Abs. 1 AktG ausdrücklich festlegt. Auch wenn die Hauptversammlung das Organ ist, in dem die Aktionäre ihre Rechte ausüben sollen, so ist sie nach dem Konzept des Gesetzes doch nicht das oberste Organ der Aktiengesellschaft. Schon die systematische Stellung der Vorschriften über die Hauptversammlung im Gesetz, hinter den Paragraphen über den Vorstand und Aufsichtsrat, zeigt, dass das Gesetz mit der Aktiengesellschaft nur sehr begrenzt die Vorstellung einer Aktionärsdemokratie verbindet<sup>248</sup>.

Hinzu kommt, dass in börsennotierten Publikumsgesellschaften regelmäßig nur ein kleiner Teil der Aktionäre auf Hauptversammlungen erscheint oder vertreten ist, der Willensbildungsprozeß in diesem Gremium also nur eine begrenzte Bedeutung hat. Die Hauptversammlung spielt daher im täglichen Leben der Aktiengesellschaft kaum eine Rolle. Von den vielen tausend Aktionären der Publikumsgesellschaften lässt sich zudem ein großer Teil der Anteilseigner durch Depotbanken vertreten<sup>249</sup>.

<sup>244</sup> Vgl. Büdenbender in JA 9/99, S. 715.

<sup>245</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §118 Rn. 2; Mülbart in Großkomm., §119 Rn. 9.

<sup>246</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §119 Rn. 3.

<sup>247</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §118 Rn. 3.

<sup>248</sup> Vgl. Eisenhardt, S. 317.

<sup>249</sup> Vgl. Peltzer in ZIP 2/89, S. 69; Eisenhardt, S. 320: „Bei den großen Aktiengesellschaften lassen sich die Aktionäre in der Hauptversammlung meist vertreten, so dass aus der Hauptversammlung, die als

#### 4. Die geschriebenen Hauptversammlungskompetenzen

Im Folgenden sollen die Kompetenzen der Hauptversammlung in geschriebene und ungeschriebene Kompetenzen aufgeteilt werden. Unter geschriebene Kompetenzen sind diejenigen zu verstehen, welche unmittelbar auf gesetzlichen Normen beruhen. Im Anschluss daran werden die in Literatur und Rechtsprechung sehr umstrittenen ungeschriebenen Kompetenzen auf ihren Ursprung und Reichweite untersucht.

##### 4.1. Die Zuständigkeit nach §119 Abs. 1 AktG

§119 AktG betrifft die Beschlusskompetenzen der Hauptversammlung, und zwar im positiven als auch im negativen Sinne, indem ihre Zuständigkeit auf die in Gesetz und Satzung ausdrücklich bestimmten Fälle beschränkt und ihr eine autonome Zuständigkeit in Fragen der Geschäftsführung abgeschnitten ist.

In dem Zuständigkeitskatalog des §119 Abs. 1 AktG sind der Hauptversammlung als regelmäßig wiederkehrende Maßnahmen folgende Kompetenzen zugewiesen: gemäß Nr. 1 die Wahl der Mitglieder des Aufsichtsrats (§101 Abs. 1 Satz 1 AktG), gemäß Nr. 2 die Verwendung des Bilanzgewinns, gemäß Nr. 3 die Entlastung des Vorstands und des Aufsichtsrats (§120 AktG) und gemäß Nr. 4 die Bestellung des Abschlussprüfers.

Des Weiteren ist die Hauptversammlung zuständig für Satzungsänderungen gemäß §119 Abs. 1 Nr. 5 AktG, den Beschluss über Maßnahmen der Kapitalbeschaffung und der Kapitalherabsetzung gemäß Nr. 6 und die Auflösung der Gesellschaft gemäß Nr. 8. Diese stellen Strukturmaßnahmen dar<sup>250</sup>. Die Hauptversammlung hat demnach naturgemäß in allen Fällen zu entscheiden, in denen die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre unmittelbar berührt werden<sup>251</sup>.

##### 4.2. Die Zuständigkeit gemäß anderer gesetzlicher Normen

§119 Abs. 1 AktG ist zwar zwingend, nennt Beschlusszuständigkeiten der Hauptversammlung aber keineswegs abschließend. Als weitere Strukturmaßnahmen gelten: Fort-

---

die Aktionärsversammlung konzipiert war, immer mehr eine Aktionärsvertreterversammlung geworden ist. Diese Hauptversammlungen werden entscheidend von den aufgrund ihres Depotstimmrechts als Aktionärsvertreter auftretenden Banken bestimmt. Die starke Stellung der Banken beruht darauf, dass die meisten Kleinaktionäre ihre Aktien bei einer Bank deponiert haben, durch die sie sich in der Regel in der Hauptversammlung vertreten und durch die sie ihr Stimmrecht ausüben lassen (§135 AktG).“

<sup>250</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §119 Rn. 6.

<sup>251</sup> Vgl. Kallmeyer in DB 40/89, S. 2009.

setzungsbeschlüsse nach §274 Abs. 1 und 2 AktG, die Zustimmung zum Abschluss und zur Änderung von Unternehmensverträgen<sup>252</sup> gemäß §§293 Abs. 1 und 2; 295 Abs. 1 AktG, Eingliederungsbeschlüsse nach §§319 Abs. 1 und 2; 320 AktG, die Zustimmung zur Verschmelzung §§65, 73 UmwG; die Zustimmung zur Vermögensübertragung §179a Abs. 1 AktG; §§174 ff. UmwG und Umwandlungsbeschlüsse bei Formwechsel nach §§226 ff. UmwG<sup>253</sup>.

#### **4.3. Die Zuständigkeit kraft Satzung**

Entsprechend §119 Abs. 1 AktG können durch ausdrückliche Bestimmung in der Satzung weitere Zuständigkeiten der Hauptversammlung begründet werden. Wegen der zwingenden gesetzlichen Kompetenzordnung zur Erhaltung der Machtbalance verbleibt jedoch kaum Regelungsspielraum. Hier gilt: die Satzung kann der Hauptversammlung grundsätzlich Zuständigkeiten aller Art übertragen, keinesfalls aber kann sie Zuständigkeiten des Vorstands oder des Aufsichtsrates auf die Hauptversammlung verlagern (§23 Abs. 5 AktG)<sup>254</sup>. So können der Hauptversammlung kraft Satzung keine Kompetenzen in Fragen der Geschäftsführung zugeteilt werden, da dies gegen die zwingende Kompetenzordnung im Aktiengesetz verstoßen würde.

#### **4.4. Die Zuständigkeit nach §119 Abs. 2 AktG**

Die Hauptversammlung hat in Fragen der Geschäftsführung grundsätzlich keine Zuständigkeit. Sie kann sich insbesondere nicht durch einen entsprechenden Beschluss selbst zuständig machen, sondern ist von einem darauf gerichteten Verlangen des Vorstands abhängig (§119 Abs. 2 AktG)<sup>255</sup>. Wann der Vorstand seine Zuständigkeit in Geschäftsführungsfragen an die Hauptversammlung delegiert, entscheidet er nach pflichtgemäßem Ermessen. Der Vorstand kann auf diese Weise seine Verantwortlichkeit für bestimmte Angelegenheiten ausschließen (§§93 Abs. 4, 111 Abs. 4 AktG). Die Bestimmung des §119 Abs. 2 AktG schützt daher die Interessen der Vorstandsmitglieder.

---

<sup>252</sup> In §291 AktG sind der Gewinnabführungsvertrag und der Beherrschungsvertrag als die zwei wichtigsten Typen von Unternehmensverträgen aufgeführt, in §292 AktG sind noch andere Typen (der Vertrag zur Gewinngemeinschaft, der Teilgewinnabführungsvertrag, der Betriebspachtvertrag und der Betriebsüberlassungsvertrag) normiert.

<sup>253</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §119 Rn. 7; Henn, S. 289.

<sup>254</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §119 Rn. 10; Henn, S. 292.

<sup>255</sup> Vgl. Hirte, S. 85; Hüffer, Komm. z. AktG, §119 Rn. 11.

Eine Gesamtdelegation, auch nur zeitweise oder für bestimmte Bereiche, ist unzulässig<sup>256</sup>.

## **5. Die ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen**

Nunmehr soll geprüft werden, ob es neben den bereits erwähnten noch weitere Zuständigkeiten der Hauptversammlung gibt. Diese Fragestellung hängt eng zusammen mit den in der Literatur und Rechtsprechung aufgeworfenen Fragen, ob und inwieweit sich aus den Kompetenzen der Hauptversammlung, die im Gesetz positiv geregelt sind, noch weitere, ungeschriebene Kompetenzen herleiten lassen oder ob das Gesetz insoweit abschließend ist. Nach geltendem Recht gibt es eine Reihe von Vorgängen, die zwar Ausfluß der Geschäftsführung sind, aber nur bei Mitwirkung der Hauptversammlung vollzogen werden können. Zu denken ist hierbei an die Zusammenschlüsse von Unternehmen und an den Abschluss von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen (§§291 ff. AktG). In diesen Fällen ist die Geschäftsführungs- und Vertretungsbefugnis des Vorstands eingeschränkt, indem es der Zustimmung durch die Hauptversammlung nach §293 Abs. 1 AktG bedarf.

### **5.1. Die Vereinbarkeit mit §119 Abs. 1 AktG**

Angesichts der Fassung des §119 Abs. 1 AktG stellt sich die Vorfrage, ob es überhaupt ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen geben kann, ob §119 Abs. 1 AktG als die zentrale Zuständigkeitsnorm der Hauptversammlung ihre Anerkennung nicht ausschließt. Dabei ist auf den Ursprung des §119 Abs. 1 AktG zurück zu blicken. Bei der Abfassung des Aktiengesetzes von 1937 ist Wert darauf gelegt worden, durch die Formulierung des §103 Abs. 1 AktG 1937 eindeutig festzulegen, dass sich die Zuständigkeit der Hauptversammlung auf die „im Gesetz und in der Satzung ausdrücklich bestimmten Fälle“ beschränkt. Der Wirkungsbereich der Hauptversammlung sollte sich danach auf alle mit dem wirtschaftlichen und rechtlichen Aufbau der Aktiengesellschaft zusammenhängende Fragen beschränken.

§103 Abs. 1 AktG 1937 ist wörtlich in das Aktiengesetz von 1965 mit dem alleinigen Unterschied übernommen worden, dass in einem zweiten Satzteil des §119 Abs. 1 AktG die wichtigsten Aufgaben der Hauptversammlung aufgeführt wurden<sup>257</sup>. Die Begrün-

---

<sup>256</sup> Vgl. Henn, S. 289.

<sup>257</sup> Vgl. Kropff, Textausgabe AktG, §119, S. 165: „Die Vorschrift legt die Aufgaben der Hauptversammlung fest. Sie beschließt in den im Gesetz und in der Satzung ausdrücklich genannten Fällen. Das entspricht dem geltenden Recht (§103 Abs. 1 AktG 1937). Es bedeutet keine sachliche Änderung, wenn

dung des Regierungsentwurfs führt dazu aus: „In anderen als in den danach zulässigen Fällen kann die Hauptversammlung nicht beschließen“<sup>258</sup>. So gesehen enthielte §119 Abs. 1 AktG nicht nur eine positive Umschreibung des Kompetenzbereichs der Hauptversammlung, sondern auch das Verbot, neben den gesetzlichen Zuständigkeiten der Hauptversammlung auch weitere, ungeschriebene Zuständigkeiten zu bejahen. Damit würden alle nicht ausdrücklich der Hauptversammlung zugewiesenen Angelegenheiten automatisch in die alleinige Entscheidungskompetenz des Vorstands fallen. Damit hätte der Vorstand für alle nicht ausdrücklich im Gesetz geregelten Fälle eine Art Allzuständigkeit inne<sup>259</sup>.

Trotzdem kann aus §119 Abs. 1 AktG aber nicht gefolgert werden, dass es ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten im Aktiengesetz nicht geben kann. Denn die Begründung des Regierungsentwurfs zu §119 Abs. 1 AktG ist vor dem Hintergrund des §103 Abs. 1 AktG 1937 zu sehen. Vor 1937 war die der Generalversammlung zugesprochene Allkompetenz eine ungeschriebene. Sie wurde aus der Stellung der Generalversammlung in der Aktiengesellschaft abgeleitet. Angesichts dieser über Jahrzehnte ausgeübten Methode, aus der Stellung der Generalversammlung ihre Kompetenzen zu erschließen, war die Fortsetzung dieser Interpretationsmethode auch unter dem neuen Aktiengesetz nicht ausgeschlossen. Damit sollte die Formulierung „ausdrücklich“ das Verbot aussprechen, die Zuständigkeit der Hauptversammlung weiterhin auf mittelbarem Weg zu erweitern. Ihre Kompetenz sollte sich vielmehr unmittelbar aus dem Gesetz und Satzung ergeben<sup>260</sup>. §119 Abs. 1 AktG enthält somit kein striktes Verbot ungeschriebener Zuständigkeiten der Hauptversammlung, sondern vielmehr soll dazu ange-regt werden, sich bei Gedanken an ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten an den einzelnen Kompetenznormen des Aktiengesetzes zu orientieren. Damit stehen

---

der Entwurf in Absatz 1 in Anlehnung an Art. 698 des schweizerischen Obligationenrechts die wichtigsten Aufgaben der Hauptversammlung ausdrücklich anführt. Dadurch wird ein Überblick über ihre Befugnisse gegeben.“

<sup>258</sup> Vgl. Geßler in FS Stimpel, S. 779; Kropff, Textausgabe AktG, §119, S. 165.

<sup>259</sup> Vgl. Mecke, S. 162; v. Rechenberg, S. 129: „Auf der anderen Seite gibt es für eine Generalkompetenz des Vorstands in nicht ausdrücklich geregelten Bereichen ebenfalls keine Nachweise. Zwar sollte der Vorstand „Führer der Aktiengesellschaft“ sein, und ihm oblag die Geschäftsführung und Vertretung, aufgrund derer er eine große Machtfülle hatte, weil er als gesetzlich berufener Leiter der Aktiengesellschaft mehr als ein Geschäftsführer sein sollte. Darüber, dass der Vorstand jedoch im Zweifel zuständig sei, wenn es um Fragen geht, die nicht zwingend Geschäftsführungsmaßnahmen zum Inhalt haben, ist weder in der amtlichen Begründung noch in der Entstehungsgeschichte oder in der Kommentierung zur ursprünglichen Fassung etwa zu finden. Somit kann jedenfalls abstrakt betrachtet nicht davon ausgegangen werden, dass dem Vorstand eine Kompetenz in allen Fragen der Gesellschaft zukommen sollte, die das Gesetz nicht eindeutig einem anderen Organ zugewiesen hat.“

<sup>260</sup> Vgl. Hommelhoff, S. 89; Mecke, S. 164.

die auf diesem Weg gewonnenen, ungeschriebenen Zuständigkeiten im Einklang mit dem Inhalt des §103 Abs. 1 AktG 1937 und §119 Abs. 1 AktG, da sie letztlich aus den im Gesetz geregelten Hauptversammlungszuständigkeiten hergeleitet werden<sup>261</sup>.

Des weiteren ist die wirtschaftliche Entwicklung bei der Beurteilung der Zulassung von ungeschriebenen Kompetenzen der Hauptversammlung zu berücksichtigen. Diese hat seit dem Erlass des Aktiengesetzes zu so mannigfachen neuen wirtschaftlichen und rechtlichen Gestaltungsformen sowohl in den einzelnen selbständigen als auch bei den mit anderen Unternehmen verbundenen Aktiengesellschaften geführt, die nicht vorhersehbar waren und deren tatsächliche Auswirkungen auf die Verfassung der Aktiengesellschaften der rechtlichen Erfassung und Einordnung bedürfen. Aus einzelnen Aktiengesellschaften, die als Einheitsunternehmen früher alle Stufen (Produktion, Verarbeitung, Vertrieb) umfaßte, sind große Konzerne entstanden. Der Gesetzgeber kann dieser Entwicklung allenfalls nachhinken. Es können nicht ad hoc jeweils auf einzelne neue Rechtstatsachen zugeschnittene Vorschriften erlassen werden, die sich unter Umständen in kurzer Zeit auch als nicht ausreichend erweisen. Es ist Aufgabe der Rechtsprechung und Rechtswissenschaft auf der Grundlage des geltenden Rechts im Wege der Rechtsfortbildung die neuen Gestaltungen rechtlich zu erfassen und zu regeln. Dabei sind Rechtsprechung und Rechtswissenschaft nicht an gesetzliche Schranken gebunden, die im geltenden Recht unter ganz anderen Umständen getroffen worden sind. Auf Grund der wirtschaftlichen und rechtstatsächlichen Entwicklung sind daher neben den im Gesetz ausdrücklich bestimmten Fällen der Zuständigkeit der Hauptversammlung zur Wahrung der Rechte der Aktionäre auch ungeschriebene Mitwirkungsrechte der Hauptversammlung anzuerkennen<sup>262</sup>.

Das Bestehen solcher ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten hat der Bundesgerichtshof (BGH) in seiner Holzmüller-Entscheidung im Grundsatz bestätigt<sup>263</sup>.

---

<sup>261</sup> Vgl. Mecke, S. 164; Mülbart in Großkomm., §119 Rn. 25.

<sup>262</sup> Vgl. Geßler in FS Stimpel, S. 780.

<sup>263</sup> Vgl. Schmidt in FS Heinsius, S. 722.

## 5.2. Die Holzmüller-Entscheidung (BGHZ 83, 122)

### 5.2.1. Die Begründung des BGH

Bis zu der Entscheidung im Holzmüller-Fall vom 25. Februar 1982, auch als Seehafenbetriebsurteil bekannt, war es im Anschluss an den Gesetzestext des §119 Abs. 1 AktG einhellige Meinung im Schrifttum, dass eine Zuständigkeit der Hauptversammlung nur gegeben ist, wenn das Gesetz dies ausdrücklich vorschreibt oder wenn der Vorstand der Hauptversammlung eine Frage der Geschäftsführung nach §119 Abs. 2 AktG zur Entscheidung vorlegt. Dabei bestand Einigkeit, dass es dem freien Ermessen des Vorstands unterlag, ob er von einer solchen Vorlagemöglichkeit an die Hauptversammlung Gebrauch machen wollte oder nicht<sup>264</sup>. Der BGH ist in der Holzmüller-Entscheidung<sup>265</sup> neue Wege gegangen. Zunächst hat er die Auffassung bestätigt, dass eine Anrufung der Hauptversammlung nach §119 Abs. 2 AktG grundsätzlich im Ermessen des Vorstands liegt<sup>266</sup>. Er fährt aber fort, dass der Vorstand bei schwerwiegenden Eingriffen in die Rechte und Interessen der Aktionäre ausnahmsweise nicht nur berechtigt, sondern auch verpflichtet sein kann, gemäß §119 Abs. 2 AktG eine Entscheidung der Hauptversammlung herbeizuführen<sup>267</sup>. Mit dieser Entscheidung ist aus dem Recht des Vorstands, der Hauptversammlung eine Geschäftsführungsfrage zur Entscheidung vorzulegen und sich so von Haftungsrisiken (§93 Abs. 4 Satz 1 AktG) zu befreien, eine Pflicht des Vorstands entwickelt worden, die Hauptversammlung an besonders wichtigen Entscheidungen zu beteiligen<sup>268</sup>. Der BGH hat mit dem Urteil in die bisher als zwingend angesehene

<sup>264</sup> Vgl. Semler in BB 25/83, S. 1570; Martens in FS Beusch, S. 529.

<sup>265</sup> Vgl. BGHZ 83/122; Weißhaupt in NZG 17/99, S. 805: „Konkret ging es im zugrundeliegenden Fall Holzmüller um eine Aktiengesellschaft, die ihren Seehafenbetrieb, der 80% der Aktiva der Gesellschaft ausmachte, auf eine ihr mittelbar und unmittelbar allein gehörende, eigens hierfür gegründete KGaA ausgliederte. Dadurch wurde mit dem wertvollsten Betriebszweig der Kernbereich der Unternehmenstätigkeit berührt und die Unternehmensstruktur von Grund auf geändert.“

<sup>266</sup> Vgl. BGHZ 83/122, 131: „Zwar steht es, soweit das Gesetz nicht anderes bestimmt, grundsätzlich im Ermessen des Vorstands, ob er nach §119 Abs. 2 AktG eine Entscheidung der Hauptversammlung herbeiführen will, um seine Verantwortlichkeit zu mindern (§93 Abs. 4 Satz 1 AktG).“

<sup>267</sup> Vgl. Semler in BB 25/83, S. 1570; BGHZ 83/122, 131: „Es gibt grundlegende Entscheidungen, die durch die Außenvertretungsmacht des Vorstands, seine gemäß §82 Abs. 2 AktG begrenzte Geschäftsführungsbefugnis wie auch durch den Wortlaut der Satzung formal noch gedeckt sind, gleichwohl aber so tief in die Mitgliedsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpert Vermögeninteresse eingreifen, dass der Vorstand vernünftigerweise nicht annehmen kann, er dürfe sie in ausschließlich eigener Verantwortung treffen, ohne die Hauptversammlung zu beteiligen. In solchen Fällen verletzt der Vorstand seine Sorgfaltspflicht, wenn er von der Möglichkeit des §119 Abs. 2 AktG keinen Gebrauch macht.“

<sup>268</sup> Vgl. Sünner in AG 7/83, S. 169; Semler in BB 25/83, S. 1570: „Im Ansatz ist dieser Gedanke nicht neu. Das Reichsgericht hat bereits 1895 ähnlich entschieden (RGZ 35 S. 83) und seine Rechtsmeinung später ausdrücklich wiederholt. Allerdings hat sich die Rechtslage geändert: Während die Hauptversammlung damals noch oberstes Organ auch in Geschäftsführungsfragen war, hat sie heute eine entsprechende Kompetenz nur noch im Rahmen des §119 Abs. 2 AktG.“

gesetzliche Zuständigkeitsordnung der Hauptversammlung und zu Lasten des Vorstands eingegriffen. Gleichzeitig hat er in freier richterlicher Rechtsschöpfung Rechtssätze zur Binnenstruktur des Konzerns, also ein Konzerninnenrecht, entwickelt.

Um sich die Tragweite des Holzmüllerurteils deutlich zu machen, müssen zwei Begründungsstränge auseinandergehalten werden und auf ihre möglichen Konsequenzen hin untersucht werden: Die Uminterpretation des §119 Abs. 2 AktG zu einer Vorlagepflicht des Vorstands und die freie Begründung gesetzlich nicht geregelter, ungeschriebener Mitwirkungsbefugnisse der Hauptversammlung. Der BGH erreicht mit diesen zwei dogmatisch verschiedenen Begründungsansätzen jeweils das selbe Ergebnis, nämlich ein Mitwirkungsrecht der Hauptversammlung. Die beiden Ansätze sind jedoch nach der Lösung des BGH nicht beliebig auswechselbar. Der BGH unterscheidet vielmehr, ohne dies allerdings deutlich zu machen, zwischen der unverbundenen Gesellschaft und der Obergesellschaft bei Vorliegen eines Konzerns<sup>269</sup>.

Zur Begründung von Mitwirkungsrechten der Hauptversammlung der verbundenen Obergesellschaft bei Maßnahmen in den abhängigen Gesellschaften arbeitet der BGH nach erfolgter Konzernbildung mit der Annahme ungeschriebener Mitwirkungsbefugnisse. Dies sei notwendig, da bei der Konzernbildung, besonders deutlich bei der Ausgliederung, sich Kompetenzen von der Hauptversammlung der Obergesellschaft auf deren Vorstand verschieben<sup>270</sup>.

Grund hierfür ist die Struktur des Konzernrechts des Aktiengesetzes. Denn das Konzernrecht versteht sich in erster Linie als Schutzrecht für die Minderheitsaktionäre und der Gläubiger der abhängigen Gesellschaft. Es knüpft Schutzrechte und Pflichten an das Vorliegen von Konzernsachverhalten; den Prozeß der Konzernbildung selbst regelt es, abgesehen von den Vorschriften über das Zustandekommen von Unternehmensverträgen, wie bereits angesprochen, nicht. Aus dieser Konzeption folgt eine Schutzlücke bezüglich der Aktionäre der Obergesellschaft und zwar, wie der vorliegende Fall zeigt, sowohl bei der Konzernbildung als auch bei der Konzernleitung. Die Schutzbedürftigkeit der Aktionäre der Obergesellschaft, die der Gesetzgeber nicht erkannt hat und die auch heute noch umstritten ist, beruht darauf, dass die Konzernierung nicht nur Rechte von außenstehenden Gesellschaftern und Gläubigern des abhängigen Unternehmens gefährdet, sondern auch die gesellschaftsinterne Zuständigkeitsordnung in der Oberge-

---

<sup>269</sup> Vgl. Hopt, S. 298.

<sup>270</sup> Vgl. Timm in AG 7/80, S. 182; Hopt, S. 296.

sellschaft zu Lasten der Minderheitsaktionäre verändert. Im Konzern übt nämlich der Vorstand der Obergesellschaft für diese die Mitgliedschaftsrechte in den abhängigen (Unter-) Gesellschaften aus, so dass Entscheidungen, für die bei einer unverbundenen Aktiengesellschaft die Hauptversammlung oder der Aufsichtsrat zuständig wäre, nun vom Vorstand der Obergesellschaft getroffen werden. Durch Ausgliederung eines Betriebsteils auf eine selbständige Tochtergesellschaft kann also die Entscheidungskompetenz hinsichtlich dieses Betriebsteils von der Hauptversammlung bzw. dem Aufsichtsrat der Obergesellschaft auf deren Vorstand verlagert werden. Diese Problematik stand im Zentrum des Falles<sup>271</sup>. Diese in der Literatur als sog. Konzernleitungskontrolle bezeichnete Maßnahme hat der BGH zwar im Leitsatz auf den vorliegenden Fall einer Konzernbildung durch Ausgliederung des wertvollsten Teils des Betriebsvermögens beschränkt. In den Gründen hat er aber offen gelassen, ob sie nicht auch bei anderen Konzernsachverhalten greifen könnte.

Interessant für die vorliegende Untersuchung ist aber gerade der Fall der unverbundenen Gesellschaft. Bei dieser verwendet der BGH den Ansatz über die Uminterpretation des §119 Abs. 2 AktG zu einer Vorlagepflicht des Vorstands bei grundlegenden Entscheidungen, die so tief in die Mitgliedsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpertes Vermögensinteresse eingreifen, dass der Vorstand vernünftigerweise nicht annehmen kann, er dürfe sie ausschließlich in eigener Verantwortung treffen. Diese Formulierung ist derart offen gehalten, dass ihr Anwendungsbereich nur schwer abschätzbar ist. Tatsächlich ermöglicht die Formulierung des BGH nicht nur die Annahme eines Mitwirkungsrechtes der Hauptversammlung bei der Konzernierung durch Ausgliederung, sondern auch bei Strukturveränderungen außerhalb von Konzernsachverhalten und eventuell sogar bei großen Investitionsentscheidungen<sup>272</sup>.

Der BGH ist hier einen Schritt weiter gegangen als *Lutter*, der im Jahre 1974 erstmals die Abhandlung über die Rechte der Gesellschafter beim Abschluss fusionsähnlicher Unternehmensverbindungen ansprach<sup>273</sup>. Denn soweit der BGH eine Mitwirkungsbezugnis der Hauptversammlung aus §119 Abs. 2 AktG auch für unverbundene Unternehmen ausspricht, beschränkt sich die von *Lutter* entwickelte Theorie von den „ungeschriebenen Kompetenzen“ der Hauptversammlung allein auf die Beteiligung einer Ak-

---

<sup>271</sup> Vgl. Hopt, S. 294; Timm, S. 114.

<sup>272</sup> Vgl. Reh binder in ZGR 1/83, S. 97; Hopt, S. 299.

tiengesellschaft an anderen Unternehmen, Fusionen, Ausgliederungen und ähnlichen Sachverhalten. *Lutter* und seine Schüler beschränken die „ungeschriebenen Kompetenzen“ also auf Probleme des Konzerns oder konzernähnlicher Unternehmenszusammenschlüsse. Sie betrachten das Problem aus der Sicht der Hauptversammlung der Konzernobergesellschaft<sup>274</sup>.

Der Holz Müller-Fall des BGH stellt somit in erster Linie eine umfassende Regelung der aktienrechtlichen Zuständigkeitsordnung zwischen Hauptversammlung und Vorstand dar. Dabei werden die quantitativen Voraussetzungen, die den Eingriff in die Aktionärsstellung zu einem wesentlichen machen, zur entscheidenden Weichenstellung. Hier hat der BGH mehr Klärungsbedarf geschaffen, als Unklarheiten ausgeräumt. Was ist also der Grund für das Erfordernis einer Zustimmung durch den Hauptversammlungsbeschluss?

Vorweg ist festzustellen, dass die Ausgliederung im Holz Müller-Fall von der Satzungsautonomie der Gesellschaft gedeckt war. Trotzdem hat der BGH in der Abspaltung des Seehafenbetriebs und seiner Verlagerung auf eine neu gegründete Tochtergesellschaft eine Maßnahme von solcher Tragweite für die Gesellschaft und Aktionäre gesehen, dass der Vorstand die Hauptversammlung nicht übergehen durfte. Denn sie spielte sich im Kernbereich der Unternehmenstätigkeit ab, betraf nach den Feststellungen des Berufungsgerichts den wertvollsten Teil und änderte die Unternehmensstruktur von Grund auf. Damit ging sie über den gewöhnlichen Rahmen von Handlungen der Geschäftsführung, zu denen gemeinhin auch die Gründung oder der Erwerb einer Tochtergesellschaft und deren Ausstattung mit dem notwendigen Kapital gerechnet werden, weit hinaus. Für die Rechtsstellung der Aktionäre ist eine solche Ausgliederung von einschneidender Bedeutung und damit ein „wesentlicher“ Eingriff in die Rechte der Aktionäre. Der Vorstand durfte sie daher nicht durchführen, ohne dass ihr die Hauptversammlung zugestimmt hatte<sup>275</sup>. Der BGH sah darin eine Gefahr der Aushöhlung von Mitgliedschaftsrechten als auch der Vermögensverluste der Aktionäre<sup>276</sup>.

---

<sup>273</sup> Vgl. Westermann in ZGR 3/84, S. 355; v. Rechenberg, S. 125: „Die Frage ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen wurde erstmals von *Marcus Lutter* 1974 angeschnitten. Er und seine Schüler *Schneider*, *Timm* und *Hommelhoff* haben das Thema in der Diskussion gehalten.“

<sup>274</sup> Vgl. v. Rechenberg, S. 125.

<sup>275</sup> Vgl. v. Rechenberg in FS Bezenberger, S. 363; Hopt, S. 295.

<sup>276</sup> Vgl. BGHZ 83/122, 136.

Nun stellt sich die Frage, wie sich die Holz Müller-Doktrin in der Praxis durchsetzen konnte und sich die Unternehmen auf ihre Anforderungen haben einstellen können. Die These, dass sich die Rechtspraxis mit den Grundsätzen der Holz Müller-Doktrin arrangiert habe, trifft am ehesten dort zu, wo an Einstimmigkeit grenzende Hauptversammlungsmehrheiten zu erwarten oder doch möglich sind. Immerhin hat es einige Gerichtsurteile gegeben, von denen es zwar hieß, wirklich rechtsfortbildenden Inhalt habe keines von ihnen, die aber jedenfalls zeigen, dass sich die Unsicherheiten um die Voraussetzungen der Vorlagepflicht nach Holz Müller verschärfen, wenn einmal keine breiten Hauptversammlungsmehrheiten für eine strukturändernde Entscheidung zu erwarten sind<sup>277</sup>.

Die noch vor einigen Jahren, wenn auch schon mit einigen Zweifeln, mögliche Feststellung, die Unternehmenspraxis habe sich bei Maßnahmen der Umorganisation eines Konzerns auf die neuen Hauptversammlungszuständigkeiten einrichten können, ist zwar angesichts der inzwischen zahlreichen Beispiele der Vorlage unternehmensstruktureller Entscheidungen an die Hauptversammlung nicht unrichtig, aber dennoch hat es den Anschein, als würden die bekanntlich auch für die unverbundene Aktiengesellschaft bedeutsamen Sätze des Holz Müller-Urteils rechts und links überholt. Ein besonderes Signal in dieser Richtung war die bei Würdigung des Siemens/Nold-Urteils des BGH (BGHZ 135, 133) aufgeworfene Frage, ob Holz Müller noch haltbar sei, welcher Gesichtspunkt allerdings damals noch nicht ausdiskutiert wurde, während andererseits erörtert wurde, ob nicht durch den Erlass des Umwandlungsgesetzes die Kompetenzen der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft für Strukturmaßnahmen so weit ausgedehnt worden sind, dass davon auch die klassische Ausgliederung, wie sie dem Holz Müller-Urteil zu Grunde lag, erfasst und hinfort eben nach dem Regeln des Umwandlungsgesetzes zu behandeln ist. Zusammenfassend, wenn auch angesichts der vielen Unsicherheiten recht kühn, ist überlegt worden, ob Holz Müller ein Auslaufmodell oder nach wie vor Grundpfeiler der Kompetenzverteilung in der Aktiengesellschaft sei<sup>278</sup>.

Durch die Einführung einer geschriebenen Kompetenz der Hauptversammlung bei einer Ausgliederung im Sinne des Umwandlungsrechts, könnte man bei unbefangener Lektüre vor allem des Sachverhalts der Holz Müller-Entscheidung und der gesetzlichen Regelung der Ausgliederung nach dem Umwandlungsgesetz zunächst daran denken, die

---

<sup>277</sup> Vgl. Westermann in FS Koppensteiner, S. 262.

<sup>278</sup> Vgl. Westermann in FS Koppensteiner, S. 260.

Holzmüller–Entscheidung habe sich durch die Einführung des Instituts der Ausgliederung erledigt. Aus der ungeschriebenen wäre eine geschriebene Kompetenz der Hauptversammlung geworden. Dies ist ebenso falsch wie irreführend.

Die Holzmüller–Entscheidung konstituierte nämlich keine Zustimmungskompetenz der Hauptversammlung in Fällen der Ausgliederung. Die vom BGH entwickelte ungeschriebene Kompetenz bezieht sich unabhängig von der konkreten tatsächlichen oder rechtlichen Ausgestaltung auf Maßnahmen des Vorstands, die so tief in die Mitgliedsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpertes Vermögensinteresse eingreifen, dass der Vorstand vernünftigerweise nicht annehmen kann, er dürfe sie in ausschließlich eigener Verantwortung treffen. Die Ausgliederung eines Betriebs auf eine Tochtergesellschaft ist, wie der amtliche Leitsatz zeigt, nur ein Beispiel für einen solchen Eingriff<sup>279</sup>.

Da die Regelungen des Umwandlungsgesetzes, auch wenn sie an verschiedenen Stellen Hauptversammlungskompetenzen begründen, keine vielleicht wünschenswerte umfassende Neuordnung der Kompetenzen der Organe bezweckt und gebracht hat, kann nicht davon die Rede sein, dass Holzmüller mit Inkrafttreten des Umwandlungsgesetzes obsolet sei. Festzuhalten ist vielmehr, dass das Umwandlungsgesetz zufällig für die der Holzmüller–Entscheidung zugrundeliegenden Ausgliederung eines wesentlichen Betriebsteils aus dem Unternehmen der Aktiengesellschaft in eine Tochtergesellschaft gesetzliche Kompetenzen geschaffen hat. Demnach gehen nur die durch das Umwandlungsgesetz eingeführten Kompetenzen für die im Umwandlungsgesetz geregelten Maßnahmen den ungeschriebenen Kompetenzen als geschriebene vor<sup>280</sup>.

Grundsätzlich enthält das Umwandlungsgesetz selbst aber keine Ansätze zur Lösung des Kompetenzkonflikts. Die bloße Anknüpfung der Hauptversammlungszuständigkeit an die Auswahl einer im numerus clausus des Gesetzes enthaltene Umwandlungsform ohne jegliche Berücksichtigung der tatsächlichen Wesentlichkeit der Maßnahme ist gerade keine Lösung.

Die Regelungen des Umwandlungsgesetzes haben, obwohl sie Hauptversammlungskompetenzen ausdrücklich einführen, für die vom BGH in der Holzmüller–Entscheidung aufgestellte Doktrin ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen bei wesentlichen Eingriffen in die Rechte der Aktionäre keinen unmittelbaren Einfluss.

---

<sup>279</sup> Vgl. v. Rechenberg in FS Bezenberger, S. 366.

<sup>280</sup> Vgl. Westermann in FS Koppensteiner, S. 264; v. Rechenberg in FS Bezenberger, S. 366.

Die gesetzlichen Regelungen des Umwandlungsgesetzes können aber wie schon bisher die Regelungen des Aktiengesetzes für jeweils vergleichbare Maßnahmen allenfalls hinsichtlich der Rechtsfolgen und der einzuhaltenden Verfahren herangezogen werden, wenn man auf der Basis der Kompetenzverteilung der Organe eine Mitwirkung der Hauptversammlung für geboten hält. Durch das Umwandlungsgesetz hat der Gesetzgeber die Rechtsprechung, die Wissenschaft und die Praxis nicht davon entbunden, die Grundaussage der Holz Müller-Entscheidung weiter fortzuentwickeln. Solange die richterrechtliche Regelung über ungeschriebene Kompetenzen nicht durch eine zumindest generalklauselartige gesetzliche Zuständigkeit ersetzt wird, gilt sie uneingeschränkt<sup>281</sup>.

Die Vereinbarkeit der Holz Müller-Doktrin mit dem Siemens/Nold-Urteil soll in Kapitel 3, A III b) 4.2.2. (Bezugsrechtsausschluss bei genehmigten Kapital) behandelt werden. Dort muss insbesondere die Frage entschieden werden, ob und unter welchen Voraussetzungen Holz Müller – Zuständigkeiten durch einen vorausseilenden Ermächtigungsbeschluss auf den Vorstand zurück verlagert werden können.

### **5.2.2. Die Kritik an der Holz Müller-Entscheidung**

Selten wurde einer gesellschaftsrechtlichen Entscheidung soviel Aufmerksamkeit, vor allem aber auch soviel Kritik zuteil wie der Holz Müller-Entscheidung. Der Grund hierfür liegt weniger in der Auflösung des konkreten Rechtsstreits, als vielmehr darin, dass der BGH diesen zum Anlaß genommen hat, ein Grundsatzurteil zu fällen, dessen Ausmaß nur schwer absehbar ist<sup>282</sup>.

Zwei Thesen sind es, gegen die sich vor allem die Kritik richtet. Erstens, dass der Vorstand einer Aktiengesellschaft bei schwerwiegenden Eingriffen in die Rechte und Interessen der Aktionäre ausnahmsweise nicht nur berechtigt, sondern sogar verpflichtet sein kann, gemäß §119 Abs. 2 AktG eine Entscheidung der Hauptversammlung herbeizuführen. Zweitens, dass die Aktionäre der Obergesellschaft Anspruch darauf haben, bei grundlegenden Entscheidungen in der Tochtergesellschaft über ihre Hauptversammlung so beteiligt zu werden, wie wenn es sich um eine Angelegenheit der Obergesellschaft selbst handelt<sup>283</sup>.

<sup>281</sup> Vgl. v. Rechenberg in FS Bezenberger, S. 366.

<sup>282</sup> Vgl. Hopt, S. 298; Mülbert in Großkomm., §119 Rn. 19.

<sup>283</sup> Vgl. Geßler in FS Stimpel, S. 772.

Insbesondere die erste These, die Begründung von Mitwirkungsrechten der Hauptversammlung bei schweren Eingriffen in die Rechte der Aktionäre, ist bis heute starker Kritik ausgesetzt. Die Kritik richtet sich vor allem gegen den dogmatischen Ansatzpunkt des BGH. Ihm wird vorgeworfen, er hätte durch sein Urteil die zwingende Zuständigkeitsordnung des Aktiengesetzes contra legem erweitert und eine in das aktienrechtliche System nicht integrierbare Oberkompetenz der Hauptversammlung geschaffen<sup>284</sup>. Ziehe man die Entstehungsgeschichte und den Zweck des §119 Abs. 2 AktG heran und analysiere seine Stellung im gesamten System der Organkompetenzen, so ergebe sich, dass die dem Vorstand mit §119 Abs. 2 AktG eingeräumte Möglichkeit, die Hauptversammlung mit einer Frage der Geschäftsführung zu befassen, im Zusammenhang mit seiner Verantwortlichkeit nach §93 AktG stehe und dabei insbesondere dem Ausschluss seiner Verantwortlichkeit bei einem Handeln auf der Grundlage eines Hauptversammlungsbeschlusses nach §93 Abs. 4 Satz 1 AktG diene. Die Bestimmung des §119 Abs. 2 AktG schütze daher die Interessen der Vorstandsmitglieder<sup>285</sup>. In diesem Zusammenhang zeigt sich deutlich, dass den Aktionären in dieser Norm keine Rechte zum Schutz eigener Interessen eingeräumt werden. Schützt der §119 Abs. 2 AktG aber nicht das aus der Sicht des Vorstands fremde Beteiligungs- und Vermögensinteresse der Aktionäre, so kann es entgegen der Annahme des BGH auch keine darauf bezogene Ermessensbindung des Vorstands geben. Denn eine Ermessensbindung im Sinne einer Ermessensschumpfung auf Null ist bei der Wahrnehmung eigener Interessen nicht denkbar, sondern setzt ein fremdes Interesse, in diesem Fall das Interesse der Aktionäre, voraus<sup>286</sup>.

Zudem lässt das vom BGH im Rahmen des §119 Abs. 2 AktG verwendete Kriterium des „tiefen“ Eingriffs in die Mitgliedschaft der Aktionäre einen denkbar breiten Interpretationsspielraum für die Frage, welche Maßnahmen überhaupt einen tiefen Eingriff darstellen können und anhand welcher Schwellenwerte sich bemisst, wann ein zuständigkeitsbegründender tiefer Eingriff vorliegt<sup>287</sup>. Ferner hat der BGH auch die Frage of-

<sup>284</sup> Vgl. Kessler in AG 2/95, S. 70; Geßler in FS Stimpel, S. 773.

<sup>285</sup> Vgl. Westermann in ZGR 3/84, S. 364: „Mit dem bislang nahezu einhelligen Schrifttum halte ich dies für zu weitgehend. Die Argumente liegen auf der Hand: Zum einen ist geltend gemacht worden, dass §119 Abs. 2 AktG dem Vorstand die Möglichkeit erschaffen sollte, sich durch einen Bescheid der Aktionäre über eine Einzelmaßnahme die Entlastung für sein Verhalten in dieser Angelegenheit vorweg zu sichern. Darüber geht eine ausnahmsweise Vorlagepflicht hinaus, ohne dass man sagen könnte, die Aktionäre seien auf ein solches Instrument zum Schutz ihrer Vermögensrechte unabweisbar angewiesen.“

<sup>286</sup> Vgl. Joost in ZHR 163/99, S. 169; Weißhaupt in NZG 17/99, S. 807.

<sup>287</sup> Vgl. Mülbart in Großkomm., §119 Rn. 20; v. Rechenberg in FS Bezenberger, S. 360.

fen gelassen, welche Maßnahmen der in dem Holzmüller-Fall erwähnten Ausgliederung gleichstünden. Im übrigen kann nicht angenommen werden, dass der Gesetzgeber der Hauptversammlung einer Konzernobergesellschaft mehr Machtbefugnisse in die Hände hätte legen wollen, als diese bereits im Falle der unverbundenen Aktiengesellschaft inne habe. Eine genaue Bestimmung, wann denn ein schwerer Eingriff in die Rechte der Aktionäre vorliegt, bleibt der BGH in seinem Urteil schuldig.

Hier setzt vor allem die Kritik der Praxis ein, die nicht nur große Rechtsunsicherheit bei allen bedeutenden Maßnahmen der Geschäftsführung befürchtet, sondern wegen des Erfordernisses der Abhaltung einer Hauptversammlung auch eine nicht tragbare Verzögerung bei der Durchführung dieser Maßnahmen, die eine effiziente Unternehmensleitung unmöglich machen könnte<sup>288</sup>. Tatsächlich ermöglicht die Formulierung des BGH nicht nur die Annahme eines Mitwirkungsrechtes der Hauptversammlung bei der Konzernierung durch Ausgliederung oder auf andere Weise, sondern auch bei Strukturveränderungen außerhalb von Konzernsachverhalten und eventuell sogar bei großen Investitionsentscheidungen<sup>289</sup>.

Ob diese Wertung des BGH dem Gesetz entspricht, mag freilich bezweifelt werden. Immerhin waren die von der Hauptversammlung gewählten Interessenvertreter, nämlich der Aufsichtsrat, von sich aus jederzeit in der Lage, ein solches Geschäft von ihrer Zustimmung abhängig zu machen. Alle Wahrscheinlichkeit spricht dafür, dass der Aufsichtsrat der Ausgliederung auch tatsächlich zugestimmt hat. Damit ist aber dem vom Gesetz gewollten nur mittelbaren Einfluß der Aktionäre auf die Geschäftsführung voll Genüge getan. Die jetzt eingeführte unmittelbare Entscheidungsbefugnis der Hauptversammlung in grundlegenden Geschäftsbereichen eröffnet ein weites Feld der Rechtsunsicherheit. Denn wer wird mit einiger Sicherheit beurteilen können, ob bei der Unterschiedlichkeit der Einzelfälle die vom BGH genannten Voraussetzungen gegeben sind, d.h. wann die Hauptversammlung angerufen werden muss, und wann es sich nur um eine normale Geschäftsleitungsmaßnahme handelt, die der Vorstand möglicherweise im Einvernehmen mit dem Aufsichtsrat oder aber alleine entscheiden kann<sup>290</sup>?

---

<sup>288</sup> Vgl. Semler in BB 25/83, S. 1571.

<sup>289</sup> Vgl. Werner in ZHR 147/83, S. 433; Heinsius in ZGR 3/84, S. 390.

<sup>290</sup> Vgl. Sünner in AG 7/83, S. 170.

### 5.2.3. Das Ergebnis der Holz Müller-Entscheidung

Es soll hier nochmals erwähnt werden, dass auf die Grundsätze aus dem Holz Müller-Fall nur dann zurückgegriffen werden kann, wenn die Maßnahme nicht schon von dem Unternehmensgegenstand abweicht, sondern noch von ihm gedeckt ist. Würde die Maßnahme schon von dem in der Satzung festgelegten Unternehmensgegenstand abweichen, so müßte dieser entsprechend geändert werden. Die Zuständigkeit der Hauptversammlung ergäbe sich unter dem Gesichtspunkt der Satzungsänderung aus §§119 Abs. 1, 179 Abs. 1 und 2 Satz 2, 23 Abs. 3 Nr. 2 AktG<sup>291</sup>.

Die Entscheidung ist dahingehend zu verstehen, dass die Ausgliederung einer Einzelgesellschaft in einen Konzern die Struktur der Gesellschaft und die Beziehung zwischen Aktionär und Gesellschaft so maßgeblich verändert, dass sie der Zustimmung der Hauptversammlung bedarf. Vorrangiges, mit der Entscheidung verfolgtes Ziel ist deshalb der Schutz vor Konzernbildung<sup>292</sup>. Die „Villa Holz Müller“<sup>293</sup> und ihre Errichter stehen auf dem Standpunkt, dass Maßnahmen der Konzernbildung sowie der Konzernleitung die Mitwirkungsrechte der Hauptversammlung beeinträchtigen können. Aus diesem Blickwinkel können die Lösungsschritte des BGH im Holz Müller-Urteil gesehen werden, die grob gesprochen darin bestehen, besonders wichtige Entscheidungen der Gesellschaft gemäß §119 Abs. 2 AktG der Hauptversammlung vorzulegen, um dann noch eine Nachgründungskontrolle in Gestalt der Befassung der Aktionäre der Obergesellschaft mit bestimmten Entscheidungen in der Tochtergesellschaft nachzuschalten<sup>294</sup>.

Die Holz Müller-Entscheidung des BGH ist nicht nur ein Meilenstein in der Fortentwicklung des deutschen Konzernrechts, sondern gleichzeitig auch von nicht zu unterschätzender Bedeutung für die Verfassung der unverbundenen Aktiengesellschaft. Zwar gewinnt die Entscheidung dadurch besondere Bedeutung, dass der BGH das im Aktiengesetz von 1965 eingehend geregelte Konzernrecht als lückenhaft anerkannt und rechtsfortbildend ergänzt<sup>295</sup>, doch damit sind die Grenzen der Anwendbarkeit der Entscheidung noch nicht erreicht. Darüber hinaus sieht der BGH bei qualifizierten grundlegenden Entscheidungen eine Schutzlücke bezüglich der betroffenen Aktionäre, die durch die Zustimmungspflicht nach den Grundsätzen der Holz Müller-Entscheidung geschlos-

<sup>291</sup> Vgl. Weißhaupt in NZG 17/99, S. 806.

<sup>292</sup> Vgl. Süner in AG 7/83, S. 170.

<sup>293</sup> Vgl. Lutter in FS Stimpel, S. 828.

<sup>294</sup> Vgl. Westermann in FS Pleyer, S. 424.

<sup>295</sup> Vgl. Hopt, S. 293.

sen werden muss. Der BGH folgt damit dem von *Lutter* eingeschlagenen Weg, durch analoge Anwendung bestimmter Vorschriften gesetzliche Lücken des Aktienrechts auszufüllen. Dies bedeutet einerseits eine Fortbildung des vom Aktiengesetz von 1965 eingehend geregelten Konzernrechts. Andererseits ist dieses Urteil auch für nicht-konzernrechtliche Fragen von grundlegender Bedeutung<sup>296</sup>.

So hat mancher Urteilsbesprecher zu Recht die Frage aufgeworfen, in welchen Fallgestaltungen bei der unverbundenen Aktiengesellschaft deren Zustimmung zu bestimmten Vorstandsmaßnahmen erforderlich sei, etwa bei Investitionsentscheidungen von großer Tragweite, bei langfristigen Investitionsplänen und Entwicklungsprogrammen oder ganz allgemein bei besonders risikoreichen Geschäften ab einer bestimmten Größenordnung.

Dieser Ansatz des BGH, ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten auch bei nicht-konzernrechtlichen Sachverhalten zu bejahen, ist deshalb so wesentlich, weil damit allgemein weitere Kompetenzen der Hauptversammlung sämtlicher Aktiengesellschaften zugelassen würden. Das Bestehen eines solchen weiten Katalogs von ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen stärkt die Stellung der Hauptversammlung im Gefüge der Organe der Aktiengesellschaft beträchtlich. Praktisch hat dies vor allem deshalb so großes Gewicht für die Bedeutung der Hauptversammlung als Organ, weil die Verwaltung aufgrund der bestehenden Rechtsunsicherheit nun gehalten ist, um sich und die Aktiengesellschaft vor Klagen zu schützen und um die Kontinuität, die ein Unternehmen am Markt braucht, zu gewährleisten, die Hauptversammlung weitaus mehr als bisher an Entscheidungen zu beteiligen. Die Kompetenzverteilung zwischen den Organen und damit die Machtbalance wäre neu auszuloten<sup>297</sup>.

Andererseits wäre es verfehlt, wenn die aktienrechtliche, auf Machtbalance abzielende Kompetenzordnung nicht nur zwingend, sondern in dem Sinne abschließend wäre, dass der Vorstand jegliche Geschäftsführungsmaßnahme allein ergreifen kann, für die das Gesetz nicht ausdrücklich eine Hauptversammlungszuständigkeit begründet. Das kann nämlich für Konzernbildungssachverhalte auf der Ebene des herrschenden Unternehmens dann nicht angenommen werden, wenn es sich um eher krasse, in der Nähe der Vermögensübertragung geratende Fälle handelt. Im Holz Müller-Fall handelte es sich um 80% der Aktiva. Vielmehr ist hier von einer Anschauungslücke des Gesetzgebers aus-

---

<sup>296</sup> Vgl. Kessler in AG 2/95, S. 70; v. Rechenberg in FS Bezzenger, S. 360.

<sup>297</sup> Vgl. v. Rechenberg, S. 126.

zugehen, die es zu schließen gilt<sup>298</sup>. Insgesamt ergibt dies dann eine Einschränkung der Geschäftsführungsbefugnis des Vorstands in Angelegenheiten, die so eng in das im Anteilseigentum verkörperte Vermögensinteresse eingreifen, „dass der Vorstand vernünftigerweise nicht annehmen kann, er dürfe sie in ausschließlich eigener Verantwortung treffen“<sup>299</sup>.

Wenn sich die Geister am Holz Müller-Urteil scheiden, so scheiden sie sich in erster Linie nicht am Ergebnis, sondern vielmehr, was auch bei der Holz Müller-Entscheidung wenig thematisiert wird, an der Methode der Herleitung ungeschriebener Zuständigkeitskompetenzen der Hauptversammlung und einer dabei ausgewogenen Abgrenzung der drei Organe zueinander<sup>300</sup>. Die dogmatische Herleitung für allgemeine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen aus §119 Abs. 2 AktG sollte sehr kritisch betrachtet werden. Konsequenterweise hätte im Tatbestand und vor allem auch bei den Rechtsfolgen eine Anlehnung an die gesetzlichen Vorschriften erfolgen müssen. Diesen inhaltlichen Aspekten seiner Rechtsfortbildung entzog sich der BGH durch die schlicht formale Berufung auf §119 Abs. 2 AktG<sup>301</sup>.

Dabei besteht die Möglichkeit, bei anderen vorhandenen gesetzlichen Regelungen eine Rechtsgrundlage zur Begründung allgemeiner ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten zu suchen.

### **5.3. Die Mitwirkungsbefugnisse der Hauptversammlung aus Einzelanalogie zu anderen Normen des Aktiengesetzes**

Wie bis hierher festgestellt wurde, steht die Regelung des §119 Abs. 1 AktG weder nach ihrem Wortlaut noch nach ihrem Sinn und Zweck dem Versuch entgegen, den Zuständigkeitsbereich der Hauptversammlung über die geschriebenen Kompetenzen hinaus auszuweiten. Allerdings sind einem solchen Unterfangen durch das in §119 Abs. 1 AktG festgelegte Prinzip punktueller Einzelzuständigkeiten der Hauptversammlung enge Grenzen gezogen. Als systemstimmig erscheinen danach nur solche ungeschriebene Kompetenzen, die im Wege extensiver Auslegung oder analoger Anwendung der geschriebenen Einzelzuständigkeiten gewonnen werden können<sup>302</sup>.

<sup>298</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §119 Rn. 18.

<sup>299</sup> Vgl. Westermann in ZGR 3/84, S. 364.

<sup>300</sup> Vgl. Wank in ZGR 3/88, S. 369; Joost in ZHR 163/99, S. 167.

<sup>301</sup> Vgl. Wank in ZGR 3/88, S. 369.

<sup>302</sup> Vgl. Hommelhoff in ZHR 151/87, S. 506.

Man kann sagen, dass die Mitwirkung der Hauptversammlung bei Geschäftsführungsfragen in der Regel nur in Ausnahmefällen im Gesetz vorgesehen ist, was aber die Möglichkeit eines Analogieschlusses bei unregelten Fällen grundsätzlich nicht ausschließt. Im Folgenden werden nun einige dieser Normen, die der Hauptversammlung Zustimmungsbefugnisse einräumt, auf ihre Analogiefähigkeit überprüft. Dabei soll zunächst nur allgemein die Möglichkeit der Herleitung ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten im Mittelpunkt stehen<sup>303</sup>.

### 5.3.1. Die Herleitung aus §179 AktG

Es könnte §179 AktG und hier insbesondere das Zustimmungserfordernis der Hauptversammlung für eine Änderung des Unternehmensgegenstandes einen möglichen Ansatz bieten, den Entscheidungsbereich der Hauptversammlung auszudehnen. Die Überlegungen des Gesetzgebers, die Satzungsänderung und insbesondere die Gegenstandsänderung dem qualifizierten Aktionärsvotum zu unterwerfen, kommen schon in der Begründung zum Regierungsentwurf klar zum Ausdruck. Die Änderung des Unternehmensgegenstandes berühre die Grundlagen der Gesellschaft und gehöre daher in die Zuständigkeit der Hauptversammlung<sup>304</sup>. Ausschlaggebend hierfür ist die besondere Bedeutung des Unternehmensgegenstandes. Denn mit Festlegung des Unternehmensgegenstandes geben die Anteilseigner der Gesellschaft ein rechtsverbindliches Aktivitäts- und Handlungsprogramm vor und begrenzen damit zugleich das gesamte Geschehen in der Gesellschaft auf die Verwirklichung eben dieses Programms<sup>305</sup>. Mit der konkreten Satzung wird die Gesellschaft mittels Firma und Sitz individualisiert sowie durch den Unternehmensgegenstand und die Höhe des Grundkapitals festgelegt, mit welchen Mitteln sie welche Ziele zu verfolgen hat. Sie setzt somit Rahmenbedingungen fest, innerhalb derer sich die Gesellschaft entfalten kann und für welche die Aktionäre ihre Einlage erbringen, um das statutarisch festgelegte Unternehmensziel zu finanzieren. Die Festlegung des Unternehmensgegenstandes in der Satzung soll aber auch mögliche Anleger und Gläubiger der Gesellschaft über den Tätigkeitsbereich der Gesellschaft informieren. Es wäre daher unvereinbar, wenn auf Dauer die Unternehmenstätigkeit und der Unternehmensgegenstand erheblich voneinander abweichen würden. Bei Abweichungen von

---

<sup>303</sup> Vgl. v. Rechenberg, S. 132: „Aus den geregelten Zustimmungsbefugnissen entwickelten auch *Lutter* und seine Schüler ihre Lehre von den ungeschriebenen Hauptversammlungszuständigkeiten.“

<sup>304</sup> Vgl. Kropff, Textausgabe zu AktG., Begr. RegE. zu §23; Mecke, S. 179.

<sup>305</sup> Vgl. Hommelhoff, S. 69.

dem in der Satzung festgesetzten Unternehmensgegenstand bedarf es der Mitwirkung der Hauptversammlung, da es sich um die Grundlage der Gesellschaft berührende Maßnahmen handelt, und ein Verstoß dagegen einen wesentlichen Eingriff in die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre bedeutet<sup>306</sup>.

Es ist daher fraglich, ob die Herleitung von Mitwirkungsbefugnissen der Hauptversammlung aus §179 AktG möglich ist, wenn die Maßnahmen unterhalb der Schwelle einer Satzungsänderung liegen. Denn in diesen einschlägigen Fällen sind die Maßnahmen des Vorstands von der Satzung ja gerade gedeckt, da der Vorstand die formellen Vorschriften und die Grenzen der Satzung beachtet hat. Da hier der Vorstand innerhalb der Satzungsautonomie handelt, wird man nicht annehmen können, die Gesellschaft sei in ihren Grundlagen betroffen. Die Spezialität des §179 AktG behandelt gerade nur die Satzungscompetenz und weist nur diese der Hauptversammlung zu. Letztendlich können Mitwirkungsrechte der Hauptversammlung für Vorhaben, die unterhalb der Schwelle einer Satzungsänderung angesiedelt sind, oder formal noch von der Satzung gedeckt sind, nicht aus §179 AktG hergeleitet werden<sup>307</sup>.

### **5.3.2. Die Herleitung aus Vermögensübertragung gemäß §179a AktG**

Gemäß §179a AktG<sup>308</sup> ist eine Einberufung der Hauptversammlung stets erforderlich, wenn sich eine Aktiengesellschaft außerhalb des Anwendungsbereichs des Umwandlungsgesetzes zur Übertragung des ganzen Gesellschaftsvermögens verpflichten will. Eine zustimmungspflichtige Vermögensübertragung liegt aber nur dann vor, wenn auch das ganze Vermögen der Aktiengesellschaft übertragen wird. Damit ist folgerichtig §179a AktG unanwendbar, solange der übertragenden Gesellschaft noch Vermögenswerte verbleiben, die ihr, wenngleich auch in geringerem Umfange, eine Fortsetzung der bisherigen Geschäftstätigkeit, die Verfolgung der in der Satzung festgelegten Unternehmensziele, ermöglicht<sup>309</sup>. §179a AktG ist rein vermögensorientiert auszulegen. Im Hinblick auf die im Außenverhältnis einschneidende Wirkung der eingeschränkten Vertretungsmacht des Vorstands wird §179a AktG gemeinhin mit größter Zurückhaltung angewendet<sup>310</sup>. Vorgänge unterhalb der Schwelle des §179a AktG sind somit der Entscheidungsgewalt der Hauptversammlung ausdrücklich entzogen, da die Vorschrift die

<sup>306</sup> Vgl. Wollburg/Gehling in FS Lieberknecht, S. 140; v. Rechenberg, S. 142.

<sup>307</sup> Vgl. v. Rechenberg, S. 143.

<sup>308</sup> Der §179a AktG hat zum 1.1.1995 den §361 AktG ersetzt.

<sup>309</sup> Vgl. Wollburg/Gehling in FS Lieberknecht, S. 140.

<sup>310</sup> Vgl. Weißhaupt in NZG 17/99, S. 806.

Eigner gemäß ihrem Wortlaut nur vor einem Totalverlust ihrer Einlagen schützen will. §179a AktG beinhaltet eine Kompetenzabgrenzung, die dahin geht, dass die Verwaltung bei gerade noch unterhalb der Schwelle liegenden Maßnahmen grundsätzlich frei ist, und derartige Maßnahmen nach §76 AktG zu beurteilen sind. So setzt §179a AktG Verfügungen über das im Wesentlichen ganze Vermögen voraus<sup>311</sup>. Nur in diesen Fällen kann ein Mitwirken der Hauptversammlung an der Entscheidung angenommen werden.

### **5.3.3. Die Herleitung aus Betriebsüberlassungs- oder Betriebspachtvertrag gemäß §§292 Abs. 1 Nr. 3, 293 AktG**

Ähnlich wie bei der Vermögensübertragung nach §179a AktG ist die Lage auch bei Betriebsüberlassungs- und Betriebspachtverträgen gemäß den §§292 Abs. 1 Nr. 3, 293 AktG. In diesen Fällen ist der Betrieb durch eine Geschäftsführungsmaßnahme als ganzes betroffen. Gegenstand eines solchen Betriebspachtvertrag ist der Betrieb einer Aktiengesellschaft oder einer Kommanditgesellschaft auf Aktien. Bei der Betriebsüberlassung ist neben der Verpachtung des Betriebs in der Regel auch die Überlassung der Namensführung Bestandteil des Vertrags<sup>312</sup>. Besitzt die Gesellschaft mehrere Betriebe, so muss sich die Verpachtung oder Überlassung auf alle Betriebe der Gesellschaft erstrecken<sup>313</sup>. Daraus lässt sich entnehmen, dass der Gesetzgeber die Kapitaleigner nur vor diesem bestimmten Ereignis, dem Totalverlust, und nicht vor lediglich ähnlich gelagerten Fällen schützen wollte<sup>314</sup>. Die Entscheidungszuständigkeit der Hauptversammlung (§293 Abs. 1 Nr. 3 AktG) ist darauf zurückzuführen, dass die Aktiengesellschaft den Betrieb ihres Unternehmens als Ganzes einem Dritten überlassen wird. Eine Mitwirkungsbefugnis der Hauptversammlung in ähnlich gelagerten Fällen wird sich daher schwerlich begründen lassen, was aber letztlich im Einzelfall zu entscheiden sein wird.

### **5.3.4. Die Herleitung aus §121 Abs. 1 AktG**

Eine Pflicht des Vorstands, eine Hauptversammlung einzuberufen, besteht, wenn das Wohl der Gesellschaft die Einberufung erfordert. Sie ergibt sich aus §121 Abs. 1 2.HS AktG. Dabei stellt sich die Frage, ob sich nicht aus dieser Norm ein Mitwirkungsrecht der Hauptversammlung in ähnlich gelagerten Fällen herleiten lässt.

---

<sup>311</sup> Vgl. Mecke, S. 176.

<sup>312</sup> Vgl. Geßler in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, §292 Rn. 72.

<sup>313</sup> Vgl. Geßler in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, §292 Rn. 58.

<sup>314</sup> Vgl. Kessler in AG 2/95, S. 70; Mecke, S. 172; Westermann in FS Pleyer, S. 431.

Der BGH hat in dem Holz Müller-Urteil §121 Abs. 1 AktG nicht berücksichtigt. Möglicherweise hat er in der Ausgliederung des Seehafenbetriebs keine das Wohl der Gesellschaft berührende Maßnahme gesehen. Auch die Kritiker des Holz Müllerurteils befassen sich nicht mit diesem Einberufungsgrund. Lediglich *Martens* sagt unabhängig von dem Holz Müller-Urteil von der Norm des §121 Abs. 1 AktG: Sie sei „mit der Abkehr von dem basisdemokratischen System und der Einführung der unternehmenspolitischen Zentralgewalt zu Gunsten des Vorstands obsolet“ geworden, ohne auf ihre Aufrechterhaltung im Aktiengesetz und auf ihre vielleicht veränderte, bisherige tatsächliche und rechtliche Bedeutung näher einzugehen. Es ist eine offene Frage, welche Bedeutung die Einberufungspflicht des Vorstands aus Gründen des Wohls der Gesellschaft heute hat. Namentlich ist nicht näher untersucht, ob die Einberufungspflicht des Vorstands entfällt, wenn es sich um eine Maßnahme der Geschäftsführung handelt, die das Wohl der Gesellschaft berührt, und der Vorstand darüber eine ihn bindende Entscheidung der Hauptversammlung nicht für erforderlich hält. Würden unter die Einberufung aus Gründen des Wohls der Gesellschaft jedoch nur solche Maßnahmen fallen, für die die Hauptversammlung sowieso zuständig ist, wäre der besondere Einberufungsgrund gegenstandslos. Bedeutung kommt ihm nur dann zu, wenn unter ihn Maßnahmen fallen, für welche die Hauptversammlung nicht schon nach dem Gesetz oder Satzung einzuberufen ist, demgemäß also Geschäftsführungsmaßnahmen<sup>315</sup>.

Die Vornahme eines schwerwiegenden und folgenreichen Geschäfts durch den Vorstand zwingt noch nicht zur Einberufung. Es müssen darüber hinaus Umstände vorliegen, welche die Befassung der Hauptversammlung mit der Angelegenheit notwendig machen, um das Wohl der Gesellschaft zu fördern<sup>316</sup>. Denn das Wohl der Gesellschaft aus §121 Abs. 1 AktG ist gerade nicht gleichbedeutend mit dem Wohl der Gesellschafter. Das Wohl der Gesellschaft mit dem Wohl der Gesellschafter, also dem Interesse der Aktionäre, gleichzusetzen, wäre systemwidrig, da sich diese beiden Interessen gerade nicht immer decken. Ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten können daher aus §121 Abs. 1 AktG nicht hergeleitet werden, jedenfalls dann nicht, wenn sich das Gesellschaftsinteresse nicht mit dem Gesellschafterinteresse deckt<sup>317</sup>.

---

<sup>315</sup> Vgl. Geßler in FS Stimpel, S. 777.

<sup>316</sup> Vgl. Geßler in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, §121 Rn. 8.

<sup>317</sup> Vgl. Weißhaupt in NZG 17/99, S. 807.

### **5.3.5. Keine Rückverlagerung von Kompetenzen der Hauptversammlung auf den Vorstand**

Die Untersuchung hat gezeigt, dass die Existenz ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen nicht mehr zu leugnen ist, und sich als Bestandteil in das Machtverteilungssystem der Aktiengesellschaft integriert hat.

Bedenkt man dabei, dass die ungeschriebenen Zuständigkeiten der Hauptversammlung in Anlehnung und Ergänzung zu den im Aktiengesetz genannten Zuständigkeiten entwickelt wurden, so wird deutlich, dass an eine generelle Beseitigung oder Verlagerung dieser Kompetenzen durch Satzungsregelung nicht gedacht werden kann. Denn wenn das Aktiengesetz tatsächlich bei der Festlegung der Rechte der Hauptversammlung unvollständig verfahren ist und daher eine Ergänzung in Anlehnung an Normen des AktG notwendig ist, so kann diese Ergänzung nicht im Unterschied zu den Normen, die sie fortentwickelt, zur Disposition des Satzungsgebers stehen. Eine Bestimmung in der Satzung einer Aktiengesellschaft, nach der es in dieser Gesellschaft keine ungeschriebenen Kompetenzen der Hauptversammlung geben soll, wäre also unwirksam. Das schließt allerdings nicht aus, dass in der Satzung eine Konkretisierung des Umfangs der Kompetenzen versucht werden könnte. Eine abschließende Aufzählung der Maßnahmen, die eine Zuständigkeit der Hauptversammlung begründen sollen, wäre aber nicht möglich. Denn wie ausgeführt, sind die neuen Regelungen zwingend, da es sich um eine Fortschreibung zwingenden Rechts handelt<sup>318</sup>.

Stellt man fest, dass gesetzlich geregelte Kompetenzen der Hauptversammlung nicht aufgrund von Satzungsbestimmungen auf den Vorstand übertragen werden können (§23 Abs. 5 Satz 1 AktG), so muss dies auch für die gesetzlich nicht festgesetzten, aber in Anlehnung dazu, ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen gelten. Diese sind ebenso Bestandteil des Kompetenzsystems und dienen daher ebenso der Machtbalance zwischen den Organen in der Gesellschaft. Von der Rechtsprechung entwickelte ungeschriebene Kompetenzen der Hauptversammlung können nicht durch Satzungsregelungen abbedungen oder in den Aufgabenbereich andere Organe verlagert werden.

## **5.4. Das Ergebnis**

Man wird Hauptversammlungskompetenzen in der Gestalt „ungeschriebener Mitwirkungsrechte“ dann annehmen können, wenn durch die Geschäftsführung in die Aktio-

---

<sup>318</sup> Vgl. Grunewald in AG 4/90, S. 134.

närsrechte in besonderer Weise eingegriffen wird. Die Schwere des Eingriffs wird man im Einzelfall zu beurteilen haben und durch Analogie zu einzelnen gesetzlichen Vorschriften herleiten.

## **D. Das Ergebnis zu Kapitel 2**

Die Untersuchung in diesem Kapitel hat ergeben, dass das Aktienrecht in der Vergangenheit starken Wandlungen unterlegen ist. Das Kompetenzgefüge im Innenverhältnis der Aktiengesellschaft hat sich stetig durch die Gesetzgebung und Rechtsprechung verändert und weiterentwickelt. Insbesondere die Stellung des Vorstands in der Kompetenzstruktur der Aktiengesellschaft interessiert hier.

### **I. Vorstand - Aufsichtsrat**

Sowohl der Vorstand als auch der Aufsichtsrat sind die Verwaltungsorgane der Aktiengesellschaft. Gemäß dem dualistischen System im deutschen Aktienrecht existiert aber eine scharfe Trennung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat. Hinter dieser strengen Funktionsabgrenzung liegt der Gedanke, sicherzustellen, dass die Interessen der Aktionäre gegenüber dem Vorstand gewahrt bleiben. Der Aufsichtsrat wird dementsprechend von der Hauptversammlung gewählt. Im Mittelpunkt der Aufgaben des Aufsichtsrats steht seine Pflicht zur Kontrolle und Überwachung des Vorstands. Eine zentrale Rolle spielt dabei der Zustimmungsvorbehalt aus §111 Abs. 4 Satz 2 AktG. Dieser ermöglicht dem Aufsichtsrat auch eine präventive Überwachung und die Einbeziehung in die Geschäftsführung. Das daraus resultierende Vetorecht gibt ihm zwar keine eigenständige Geschäftsführungsbefugnis, mit dem Zustimmungsvorbehalt als Überwachungsmittel kann der Aufsichtsrat aber entscheidenden Einfluß auf die Unternehmenspolitik des Vorstands nehmen<sup>319</sup>. In der Regel werden zwar nur solche Geschäfte zustimmungspflichtig gemacht, die für die Gesellschaft von herausragender Bedeutung sind, dies können aber auch einzelne Maßnahmen sein. Nicht zulässig ist ein Zustimmungsvorbehalt für Geschäfte, welche für die Rentabilität oder Liquidität der Gesellschaft nicht von erheblicher Bedeutung sind. In diesen Fällen würde der Bereich der Leitungskompetenz des Vorstands über Gebühr eingeschränkt werden<sup>320</sup>.

<sup>319</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §111 Rn. 16; Götz in ZGR 4/90, S. 641.

<sup>320</sup> Vgl. v. Rechenberg in BB 20/90, S. 1360.

Abschließend kann man sagen, dass der Aufsichtsrat im Rahmen seiner Kontrollfunktion auf den Vorstand gestaltend oder beeinflussend einwirken kann, und wenn erforderlich, dies bei wesentlichen Entscheidungen auch muss. Bei wichtigen Entscheidungen oder Geschäften durch den Vorstand kann der Aufsichtsrat mit Hilfe des Zustimmungsvorbehalts aus §111 Abs. 4 Satz 2 AktG, der durch den Aufsichtsrat selbst oder die Satzung angeordnet werden kann, einem willkürlichen Handeln des Vorstands entgegenwirken und letztendlich, wenn auch nur begrenzt an der Geschäftsführung mitgestalten. §111 Abs. 4 Satz 2 AktG fungiert als Instrument der Erhaltung der Machtbalance im Kompetenzgefüge der Aktiengesellschaft und soll eine Ausweitung der starken Stellung des Vorstands auf Kosten der anderen Organe verhindern.

## **II. Vorstand - Hauptversammlung**

Die Hauptversammlung ist wahrscheinlich das Organ, welches in der Geschichte des deutschen Aktienrechts den größten Wandel erfahren hat. Vor 1937, damals noch als Generalversammlung bezeichnet, das oberste Organ der Gesellschaft mit Allkompetenz ausgestattet, musste sie durch die Aktienrechtsreform von 1937 ihre Leitungskompetenz an den Vorstand abgeben. Diese Kompetenz der Leitung und Geschäftsführung der Gesellschaft hat der Vorstand noch heute gemäß §76 Abs. 1 AktG inne.

Seit längerem ist aber in der Literatur und Rechtsprechung zum Aktien- und Gesellschaftsrecht eine bemerkenswerte Hinwendung zum Schutz der Rechtsstellung des Aktionärs gegenüber der Gesellschaft und ihrer Verwaltung zu beobachten. Die Entwicklung betrifft nicht nur eine Änderung in der Auffassung zur Auslegung gesetzlicher Vorschriften, sondern weit darüber hinausgehend eine Rechtsfortbildung und sog. Lückenschließung durch Analogie und Rechtsschöpfung. Einen Meilenstein dieser Entwicklung stellt das Holz Müller-Urteil dar, in welchem der BGH ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten in Ausnahmefällen anerkennt. Auch wenn sich die Kritik am Holz Müller-Urteil in erster Linie auf die Methodik und weniger auf das Ergebnis der Diskussion bezieht, so ist auch das Ergebnis kritisch zu betrachten. Es dürfte außer Frage stehen, dass man sich eine gesetzliche Regelung im Aktienrecht im Sinne des Holz Müller-Urteils so hätte vorstellen können: „In Einschränkung der alleinigen, unabhängigen und eigenverantwortlichen Geschäftsführungskompetenz des Vorstands ist für alle die Vermögensinteressen der Aktionäre wesentlich betreffenden Angelegenheiten die Hauptversammlung zuständig“. Dies ergäbe folgendes Bild: Der Aktionär wäre nicht

nur Kapitalgeber und Anteilserwerber, sondern auch aktiv in wesentliche Fragen der Leitung der Gesellschaft eingebunden<sup>321</sup>. Das aber würde die Gefahr mit sich bringen, das System des geltenden Aktienrechts nach und nach aus den Angeln zu heben.

Schaut man sich die grundsätzliche Rollenverteilung innerhalb der Aktiengesellschaft einmal an, so wird der Vorstand in seiner Geschäftsführung nur vom Aufsichtsrat kontrolliert. Die Hauptversammlung hat keinerlei Kontrollbefugnis. Der Hauptversammlung stehen keine Zustimmungsbefugnisse zu. Sie kann über Fragen der Geschäftsführung nur entscheiden, wenn der Vorstand es verlangt, also auf Wunsch des Vorstands zu dessen eigener Rechtfertigung gemäß §119 Abs. 2 AktG. Die Hauptversammlung entscheidet demnach nicht über die Unternehmenspolitik. Dies gilt unabhängig davon, welche wirtschaftliche Bedeutung die jeweilige Geschäftsführungsmaßnahme hat und wie weit die Vermögensinteressen der Aktionäre berührt werden. Selbst wenn die Existenz des Unternehmens auf dem Spiel steht, braucht die Hauptversammlung nicht gefragt zu werden. Diese weitgehende Zurückdrängung unmittelbarer Entscheidungsbefugnisse der Aktionäre kann bedenklich stimmen. Letztlich ist sie aber im Interesse einer funktionsfähigen Unternehmensleitung zu befürworten. Das Gegensteuern kann nicht in der Ausweitung der Hauptversammlungskompetenzen, sondern nur in der Intensivierung der Überwachungstätigkeit des Aufsichtsrats im Rahmen der klassischen Rollenverteilung bestehen.

Einer Neuabgrenzung zwischen den dem Vorstand in eigener Verantwortung obliegenden Geschäftsführungsmaßnahmen und den in den Zuständigkeitsbereich der Hauptversammlung fallenden Entscheidungen bedarf es aber in den Fällen, in welchen der Schutzbereich der Aktionäre tangiert wird. Diese Abgrenzung kann nicht wie in §119 Abs. 1 AktG bisher formal geschehen. Die ungeschriebenen Hauptversammlungszuständigkeiten müssen materiell bestimmt werden. Es ist von dem Schutz auszugehen, den das geltende Recht den Aktionären, ihrer wirtschaftlichen und rechtlichen Stellung, dadurch gewährt, dass es für bestimmte Maßnahmen die Beschlussfassung der Hauptversammlung fordert und diese damit von der dem Vorstand allein zustehenden Geschäftsführung ausschließt. Nur für Maßnahmen, die diesen Schutzbereich tangieren und sich auf die Stellung der Aktionäre in erheblicher Weise auswirken, kann das Be-

---

<sup>321</sup> Vgl. Joost in ZHR 163/99, S. 167.

stehen solcher ungeschriebenen Hauptversammlungszuständigkeiten angenommen werden<sup>322</sup>.

Bei dieser Tendenz zur Entwicklung einer Basisdemokratie in der Publikumsgesellschaft gilt aber, das Leitbild der Aktiengesellschaft nicht aus dem Auge zu verlieren. Durch die beschränkte Haftung der Anteilseigner und der strikten Trennung von Eigentum und Herrschaft bei Publikumsgesellschaften ist darauf zu achten, dass durch Kompetenzzuweisungen an die Hauptversammlung nicht gegen das Grundprinzip der Aktiengesellschaft verstoßen wird. In Publikumsgesellschaften würden der Hauptversammlung daher Rechte gegeben, die diese auch nicht mit dem erforderlichen Sachverstand und infolge ihrer im Verhältnis zum Vorstand wesentlich geringeren Bindung an das Unternehmensinteresse auch nicht mit ausreichender Verantwortlichkeit ausfüllen können<sup>323</sup>. Es ist auch zu berücksichtigen, dass sich die Stellung des Aktionärs und seiner Interessen insbesondere in der Publikumsgesellschaft geändert hat. Der Wandel vom Unternehmeraktionär zum Anlagegesellschafter macht den Anteilseigner zum Außenstehenden, dessen Schutz im Hinblick auf Auswahl, Verwaltung und Sicherheit seiner Anlage als Außenschutz konzipiert wird. Denn in erster Linie wird der Publikumsaktionär nicht an einem aktiven Mitwirken an der Leitung der Gesellschaft interessiert sein, sondern vielmehr an einer Wertsteigerung seines Gesellschaftsanteils. Zwar beeinflusst die Art und Weise der Leitung den Wert des Gesellschaftsanteils, vorrangig interessiert den Publikumsaktionär aber eher, dass der Wert des Anteils steigt, nicht wie es dazu kommt.

Es empfiehlt sich daher eine äußerst restriktive Handhabung der ungeschriebenen Zuständigkeitskompetenzen der Hauptversammlung.

Im folgenden Kapitel 3 sollen nun die hier gewonnen Erkenntnisse auf die besonderen Problemstellungen im Rahmen eines Übernahmeverfahrens auf Seiten des Bieters übertragen werden.

---

<sup>322</sup> Vgl. Geßler in FS Stimpel, S. 781.

<sup>323</sup> Vgl. Werner in AG 1/90, S. 17.

### **Kapitel 3: Die Kompetenzaufteilung im Übernahmeverfahren auf Seiten des Bieters**

In einem Übernahmeverfahren gibt es in aller Regel zwei Hauptakteure. Das ist auf der einen Seite das übernehmende Unternehmen, der Bieter, und auf der anderen Seite das zu übernehmende Unternehmen, die Zielgesellschaft. Das vorliegende Kapitel widmet sich der Kompetenzverteilung auf Seiten des Bieters. Dabei wird die feindliche Übernahme durch Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots im Mittelpunkt stehen.

Die Entscheidung über die Annahme des Übernahmeangebots ist unstreitig allein Sache jedes einzelnen Aktionärs der Zielgesellschaft, dessen Zustimmung anders als bei der Fusion oder Spaltung nicht etwa durch einen Beschluss der Hauptversammlung ersetzt werden kann. Ihre Interessen sind es, die in der Regel im Mittelpunkt jedes Übernahmeverfahrens stehen. Darüber hinaus werden aber auch die Interessen anderer Beteiligter berührt, so die Interessen der Aktionäre der bietenden Gesellschaft, die so scheint es, an der Entscheidung über die Abgabe des Angebots überhaupt nicht beteiligt sind<sup>324</sup>.

Insbesondere in der Vorbereitungsphase eines Übernahmeangebots spielen auf den ersten Blick oft nur betriebswirtschaftliche, nicht aber rechtliche Überlegungen eine Rolle. Bei näherer Betrachtung aber unterliegt der Bieter schon im Vorfeld der Veröffentlichung eines Übernahmeangebots verschiedenen Verhaltenspflichten<sup>325</sup>. Beispielsweise hat gemäß §10 WpÜG der Bieter seine Entscheidung zur Abgabe eines Angebots unverzüglich zu veröffentlichen und seine Entscheidung den Geschäftsführungen der Börsen und dem Bundesaufsichtsamt mitzuteilen<sup>326</sup>. Neben kartellrechtlichen und anderen Pflichten interessieren hier aber vor allem die gesellschaftsrechtlichen Pflichten im Innenverhältnis der Gesellschaft. Welchem Organ kommt vor dem Hintergrund der Machtbalance zwischen den einzelnen Organen die Entscheidungskompetenz bezüglich der Abgabe eines Übernahmeangebots zu. Dabei ist das Verhältnis zwischen Vorstand und Hauptversammlung, im besonderen die ungeschriebenen Kompetenzen der Hauptversammlung bezüglich Fragen der Geschäftsführung zu betrachten. Würde man der Hauptversammlung solche Kompetenzen im Rahmen eines Übernahmeverfahrens zusprechen, so hätte dies für die Zukunft einschneidende Folgen für den Ablauf eines

---

<sup>324</sup> Vgl. Niessen, S. 39.

<sup>325</sup> Vgl. Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, S. 55.

<sup>326</sup> Vgl. Krause in NJW 10/2002, S. 707.

Übernahmeverfahrens. Entgegen der heutigen Praxis wäre der Vorstand gezwungen, die Hauptversammlung in die Vorbereitungen der Übernahme mit einzubeziehen, bzw. die Übernahme von der Hauptversammlung durch Beschluss absegnen zu lassen. Für den Vorstand entstünde eine neue Situation, indem er in seiner Entscheidungsfreiheit erheblich eingeschränkt wäre. Darüber hinaus wird des weiteren noch zu klären sein, welche Rolle der Aufsichtsrat im Übernahmeverfahren einnimmt. Diese Frage ist bisher eher stiefmütterlich behandelt worden.

### **A. Die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots**

Die Übernahme eines Unternehmens kann sich, wie bereits erwähnt, auf verschiedene Arten vollziehen. In allen Fällen bedarf es einer sorgfältigen Vorbereitung der Übernahme, bei welcher zu entscheiden ist, welches Unternehmen ein geeignetes Übernahmeobjekt darstellt, wieviel die Übernahme den Bieter kosten darf und wie diese zu finanzieren sein wird. Insbesondere bei der Übernahme durch ein öffentliches Übernahmeangebot ist eine gründliche Vorbereitung notwendig, da es sich hier um ein bindendes, unmittelbar an die Aktionäre der Zielgesellschaft gerichtetes Angebot zum Aufkauf der Aktien der Zielgesellschaft handelt.

Da mit der Abgabe des Übernahmeangebots einige Pflichten und in aller Regel auch eine erhebliche finanzielle Belastung auf das bietende Unternehmen zu kommt, stellt sich die bedeutungsvolle Frage, ob für die Durchführung der Übernahme allein der Vorstand als das geschäftsführende Organ zuständig ist oder ob für diesen Fall eine Kompetenzverschiebung vorliegen kann, bei welcher dem Aufsichtsrat oder sogar der Hauptversammlung eine Mitwirkungsbefugnis zu gesprochen wird.

### **I. Die Kompetenz des Vorstands**

Die grundsätzliche Kompetenzaufteilung zwischen den drei Organen der Aktiengesellschaft wurde schon im vorherigen Kapitel erörtert. Das Ziel dieser Aufteilung ist es, die drei Gesellschaftsorgane mit den Mitteln des Organisationsrechts in ein ausgewogenes und den praktischen Bedürfnissen entsprechendes Verhältnis zueinander zu bringen, und damit eine Machtbalance zwischen den einzelnen Organen zu schaffen. Damit enthalten die Kompetenzzuweisungen der einzelnen Organe nicht nur positive, kompetenzbegründende Zuweisungen, sondern auch negative, kompetenzausschließende<sup>327</sup>. Was

---

<sup>327</sup> Vgl. Mecke, S. 225.

dem einzelnen Organ nicht zur Entscheidung zugesprochen wird, liegt außerhalb des Zuständigkeitsbereichs des Organs. Dabei ist zu untersuchen, welchem Organ die Entscheidungsbefugnis hinsichtlich der Ausarbeitung und Abgabe eines Übernahmeangebots im Übernahmeverfahren zukommt. Eine spezielle Kompetenzzuweisung für die Abgabe eines Übernahmeangebots gibt es aber im deutschen Aktiengesetz nicht. Man ist daher gezwungen, das Übernahmeverfahren in Form eines öffentlichen Übernahmeangebots unter bestehende Rechtsbegriffe zu subsumieren und in die Systematik und Kompetenzaufteilung im Innenverhältnis der Aktiengesellschaft einzuordnen.

Dem Vorstand des bietenden Unternehmens kommen im Rahmen seiner Geschäftsführung einige Rechte und Pflichten im Übernahmeverfahren zu. Der Bieter unterliegt schon im Vorfeld der Veröffentlichung eines Übernahmeangebots verschiedenen Verhaltenspflichten<sup>328</sup>. Neben kartellrechtlichen und anderen Pflichten interessieren hier die Rechtspflichten im Innenverhältnis der Gesellschaft.

Bisher sind die Unternehmen in der Praxis folgendermaßen verfahren: Der Vorstand hat die Vorbereitung und Durchführung der Übernahme, also auch die Abgabe des Übernahmeangebots, alleinverantwortlich im Rahmen seiner Geschäftsführungsbefugnis ausgeführt. Dabei verstand der Vorstand es regelmäßig, die schon bis ins Detail geplante und teils schon durchgeführte Übernahme als äußerst positiv für das eigene Unternehmen gegenüber dem Aufsichtsrat und den Aktionären darzustellen. Alle Beteiligten auf Seiten des Bieters verfolgten ein einheitliches Ziel: den Wertzuwachs des eigenen Unternehmens durch Größenzuwachs. Die genaue Festlegung, wer denn nun eigentlich im Innenverhältnis der Aktiengesellschaft die Kompetenz zur Durchführung eines Übernahmeverfahrens, bzw. wer ein Mitspracherecht besitzt, wurde oftmals außer Acht gelassen. Dabei hat sich aber nach und nach herausgestellt, dass die Übernahme eines Unternehmens und das Streben nach Größe nicht nur positive Auswirkungen für den Bieter mit sich bringen, sondern auch mit Risiken verbunden ist. Insbesondere von Seiten des Aufsichtsrats und der Aktionäre wurde das Vorgehen des Vorstands bei Übernahmeverfahren stark kritisiert. Dies hat dazu geführt, dass man sich immer häufiger mit der Frage auseinander gesetzt hat, welches Organ die Befugnis zur Abgabe und Durchführung eines Übernahmeangebots in der Hand hält. Kommt diese Kompetenz tatsächlich allein dem Vorstand zu?

---

<sup>328</sup> Vgl. Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, S. 55.

Entscheidungserheblich hierfür ist zunächst einmal, ob das Übernahmeangebot eine Strukturmaßnahme oder Geschäftsführungsmaßnahme darstellt.

**a) Strukturmaßnahme oder Geschäftsführungsmaßnahme**

Generell nicht in den Bereich der Geschäftsführung gehören Struktur- oder Grundlageänderungen<sup>329</sup>. Als Strukturänderung kommt beispielsweise die Satzungsänderung (§179 AktG) oder Maßnahmen der Kapitalbeschaffung (§§182 ff. AktG) in Betracht<sup>330</sup>. Diese Maßnahmen sind so tiefgreifend, dass sie die Gesellschaft in ihren Grundzügen berühren und der Mitwirkung der Hauptversammlung, also der Aktionäre bedürfen. Im Gegensatz dazu sind alle Maßnahmen, die nicht die Unternehmensverfassung verändern, als Geschäftsführungsmaßnahmen zu werten und dem alleinigen Zuständigkeitsbereich des Vorstands zuzuordnen.

Betrachtet man den Verlauf eines Übernahmeverfahrens genauer, so stellt man fest, dass die Abgabe des Übernahmeangebots an sich noch keine Änderung der Struktur der Gesellschaft zur Folge hat. Erst die anschließende Annahme des Angebots durch die Aktionäre der Zielgesellschaft wird den Bieter zu den im Übernahmeangebot versprochenen Leistungen verpflichten. Ändert sich damit aber zugleich die Struktur des Unternehmens? Im Falle eines Umtauschangebots wird sich zwar die Eigentümerstruktur auf Seiten des Bieters verändern. Dies ist aber bei einer börsennotierten Publikumsgesellschaft ein tägliches Unterfangen, da es sich nicht um einen geschlossenen Gesellschafterkreis handelt, sondern die Publikumsgesellschaft über die Börse für jedermann offen ist. Von einer die Unternehmensverfassung berührenden Strukturmaßnahme kann in diesem Fall nicht gesprochen werden. Ähnlich ist es bei einem Barangebot. Hier wird der Bieter den Aktionären der Zielgesellschaft einen bestimmten Betrag für ihre Aktien bieten, durch den der Bieter an die Grenzen seiner finanziellen Mittel gelangen kann und so in seiner finanziellen Grundstruktur gefährdet ist. Diese Gefahr besteht aber auch bei Großinvestitionen eines Unternehmens innerhalb seines Geschäftsbetriebs, die regelmäßig in den Geschäftsführungsbereich einer Aktiengesellschaft gerechnet werden, so zum Beispiel der Bau von Fabrikanlagen oder der Aufbau von neuen Zweigniederlassungen. Insoweit ist die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots an die Aktionäre der Zielgesellschaft eine in den Geschäftsführungsbereich des Vorstands fallende Maßnahme, welche die Unternehmensverfassung primär nicht einschränkt.

---

<sup>329</sup> Vgl. Hirte, S. 42.

Der Beteiligungserwerb in kleinerem Umfang ist zweifelsfrei vom Vorstand durchzuführen. Die Beteiligungspolitik wird damit grundsätzlich nicht von der Hauptversammlung bestimmt. Erst wenn der Beteiligungsumfang eine gewisses Ausmaß erreicht und von erheblichem Ausmaß ist, soll nach der Ansicht des BGH und einigen Stimmen in der Literatur eine Zuständigkeit der Hauptversammlung vorliegen. Der BGH beurteilt danach den Beteiligungserwerb nach der Maßgeblichkeit für die Aktionäre. Bei der Höhe der Maßgeblichkeit knüpft der BGH an einen Sachverhalt, der den Voraussetzungen des §293 AktG (Unternehmensvertrag) oder §179a AktG (Vermögensübertragung) entspricht. Dies folgt vor allem aus der Überlegung des BGH, dass Eingriffe in Rechte der Aktionäre, die einen gewissen Schweregrad erreichen, den Vorstand zu einer Zustimmungseinholung verpflichten. Hierfür fehlen nach wie vor Kriterien für die objektive Bestimmung dieser Grenze. Solange aber eine eindeutige und klare Definition des Begriffs der Maßgeblichkeit fehlt, ist dieser nicht geeignet, Zuständigkeiten zu begründen.

In der Literatur wird zur Abgrenzung zwischen Geschäftsführungs- und Strukturmaßnahme teilweise versucht, die Höhe der Beteiligung an dem Zielunternehmen als Indikator heranzuziehen. So vor allem *Lutter*<sup>331</sup>, der aber einen Vorschlag für sein Konzept, wie man präzise zwischen Leitungs- und Strukturmaßnahmen trennen könnte, schuldig bleibt<sup>332</sup>. Dabei werden Quoten von 10 – 25% teilweise bis über 50% genannt, deren Erreichen die Zustimmung der Hauptversammlung erforderlich machen soll. Schon hier liegt eine Schwäche der Lehre der ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen bei ihrer Ausdehnung auf den Beteiligungserwerb.

Eine Verteilung der Zuständigkeiten zwischen Vorstand und Hauptversammlung anhand formaler Schwellenwerte hat zwar den unbestreitbaren Vorteil, die gerade in Zuständigkeitsfragen besonders mißliche Rechtsunsicherheit zu vermeiden. Dies kann jedoch nicht von der Aufgabe entbinden, ein materielles Abgrenzungskriterium zu entwickeln. Denn der Erwerb einer Konzernbeteiligung wird nicht allein dadurch, dass er eine

---

<sup>330</sup> Vgl. Mertens in KK, 1. Aufl., §119 Rn. 14.

<sup>331</sup> Vgl. Lutter in FS Stimpel, S. 850.

<sup>332</sup> Vgl. Kessler in AG 2/95, S. 69: „Lutter nennt zwar die Grenze von 10% der Aktivseite der Bilanz, unterhalb derer Geschäftsführungsmaßnahmen der Leitungskompetenz des Vorstands unterfallen sollen und die Grenze von 25%, ab derer Strukturentscheidungen vorliegen, er selbst gesteht aber ein, dass inzwischen ein breiter Bereich der Unsicherheit besteht. Ein weiterer Kritikpunkt ist, dass die von ihm nicht berücksichtigten Investitionsentscheidungen, die aber in der Realität von ihrer Größen-

bestimmte Prozentzahl einer wie auch immer festgelegten Bezugsgröße umfangsmäßig überschreitet, von einer Geschäftsführungs- zu einer Strukturmaßnahme befördert. Formalen Schwellen ist daher lediglich indizielle Bedeutung beizumessen. Eine grundsätzliche Unterscheidung zwischen die Unternehmensverfassung betreffenden Strukturmaßnahmen und eher alltäglichen Geschäftsführungsmaßnahmen können sie aber nicht treffen. Hinzu kommt, dass solchen Zahlenwerten stets etwas Willkürliches anhaftet und im Grenzbereich zu starr sind. Welche Schwellenwerte müssen überschritten werden, damit die Entscheidung über den Erwerb einer Unternehmensbeteiligung in die Kompetenz der Hauptversammlung fällt<sup>333</sup>? Oft wird es auch dem Zufall überlassen sein, wie hoch die genaue Beteiligung an der Zielgesellschaft sein wird, da der Bieter nicht exakt voraussagen kann, wie viele der Aktionäre der Zielgesellschaft das Angebot annehmen werden.

Der Kauf von Unternehmensbeteiligungen durch Abgabe eines Übernahmeangebots fällt damit grundsätzlich in den Geschäftsführungsbereich des Vorstands<sup>334</sup>. Der Vorstand kann in seinem Vorgehen im Rahmen eines Übernahmeverfahrens aber trotzdem Einschränkungen unterworfen sein.

## **b) Die Einschränkung der Geschäftsführungsbefugnis**

### **1. Die Notwendigkeit einer „Konzernklausel“**

Gemäß §82 Abs. 2 AktG ist der Vorstand verpflichtet, im Verhältnis zur Aktiengesellschaft Beschränkungen bezüglich seiner Geschäftsführungsbefugnis einzuhalten. Solche Beschränkungen können aus der Satzung folgen, von dem Aufsichtsrat oder der Hauptversammlung ausgehen oder in der Geschäftsordnung des Vorstands ihre Grundlage finden. Diese sind nicht beliebig zulässig, sondern müssen sich, um wirksam zu sein, in die aktienrechtliche Regelung über die Kompetenzen und Funktionen der Organe einfügen<sup>335</sup>. Eine solch beschränkende Regelung stellt die Angabe des Unternehmensgegenstandes in der Satzung dar (§23 Abs. 3 Nr. 2 AktG). Die Wichtigkeit der Festlegung eines bestimmten Unternehmensgegenstandes ist insbesondere daraus zu ersehen, dass eine entsprechende Angabe zum notwendigen Mindestinhalt der Satzung der Aktiengesellschaft gehört (§23 Abs. 3 Nr. 3 AktG) und die Satzung bei Fehlen oder Unwirksam-

---

ordnung her oft die genannten Grenzen überschreiten, unter Umständen ein größeres Risiko für die Aktionäre darstellen können, als Maßnahmen der Konzernbildung.“

<sup>333</sup> Vgl. Mecke, S. 186.

<sup>334</sup> Vgl. Daum, S. 88; Mertens in KK, 2. Aufl., §76 Rn. 51; Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1107.

<sup>335</sup> Vgl. Mertens in KK, 2. Aufl., §82 Rn. 11; Hüffer, Komm. z. AktG, §82 Rn. 8.

keit dieses Bestandteils nichtig ist. Der Vorstand hat sich an die Satzungsbestimmung über den Unternehmensgegenstand zu halten und seine Geschäftsführung mit dem in der Satzung vorgegebenen Unternehmensgegenstand in Einklang zu halten. Der unternehmerische Ermessensspielraum, welcher der Verwaltung eingeräumt ist, berechtigt sie nur im Einzelfall und dabei auch nur vorübergehend, von dem satzungsmäßigen Tätigkeitsbereich abzuweichen<sup>336</sup>. Fraglich ist, ob die Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots in diesen Ermessensspielraum des Vorstands fällt, oder ob der Beteiligungserwerb von der üblichen Geschäftsführung so weit entfernt ist, dass man ihn nicht mehr als durch den Unternehmensgegenstand gedeckt ansehen kann und es hierzu einer speziellen Ermächtigung bedarf.

Die Notwendigkeit einer ausdrücklichen Ermächtigung durch Satzung zum Unternehmenskauf ist in der Literatur jedenfalls sehr umstritten. Ein Teil der Literatur sieht in der Unterbreitung eines öffentlichen Übernahmeangebots eine beginnende Konzernbildungsmaßnahme, die nur zulässig ist, wenn die Satzung der bietenden Gesellschaft den Erwerb von Beteiligungen ausdrücklich zulässt, also eine sog. Konzernklausel gegeben ist. Danach sei die Hauptversammlung als Eigentümerorgan mit dem Ansatz einer generellen Entscheidungskompetenz als Satzungsgeber vor dem Hintergrund der durch die Beteiligung für die zukünftige Konzernobergesellschaft entstehenden (finanziellen) Risiken zu beteiligen<sup>337</sup>.

Diese Ansicht verkennt jedoch die Notwendigkeit von flexiblen Leitungsentscheidungen durch das Geschäftsführungsorgan und die weitgehend eigenverantwortliche Leitungsbefugnis des Vorstands. Daher lehnt die herrschende Meinung in der Literatur die Notwendigkeit einer Konzernklausel mit der Begründung ab, dass der Kauf von Unternehmensbeteiligungen in den Geschäftsbereich des Vorstands fällt und von der Satzung gedeckt ist<sup>338</sup>. Grundsätzlich besteht die Möglichkeit, in der Satzung die Befugnis des Vorstands dahingehend einzuschränken, dass sie ohne das Mitwirken der Hauptversammlung nicht ermächtigt sind, Unternehmensbeteiligungen zu erwerben. Hat der Sat-

<sup>336</sup> Vgl. Lutter/Leinekugel in ZIP 6/98, S. 228.

<sup>337</sup> Zur Notwendigkeit einer ausdrücklichen Ermächtigung durch Satzung, einer sog. Konzernklausel, bejahend: Timm in AG 7/80, S. 180; Lutter in FS Stimpel S. 846; Heinsius in ZGR 3/84, S. 405; Kropff in ZGR 1/84, S. 112.

<sup>338</sup> Zur Notwendigkeit einer ausdrücklichen Ermächtigung durch Satzung, einer sog. Konzernklausel, verneinend: Barz in Großkomm., §23 Rn. 11; Würdinger, §59 III, S. 273; Westermann in ZGR 13/84, S. 367; Mertens in KK, 2. Aufl., §76 Rn. 51: „Der Kauf und Verkauf von Unternehmensbeteiligungen fällt normalerweise in die Leitungsbefugnis und Leitungsverantwortung des Vorstands. Es bedarf dazu auch keiner spezifischen Ermächtigung in der Satzung“.

zungsgeber jedoch davon kein Gebrauch gemacht, so umfaßt die Leitungsmacht des Vorstands auch den Erwerb von Beteiligungen, dies jedoch nur soweit der Unternehmensgegenstand die Maßnahme umfaßt<sup>339</sup>. Der BGH hatte in der Holzmüller-Entscheidung die Diskussion in diesem Punkt ausdrücklich offen gelassen, da in der Satzung des Unternehmens solch eine Ermächtigung im Fall Holzmüller vorlag. Es kann den Aktiengesellschaften jedoch auf Grund des Meinungsstreits empfohlen werden, vorsorglich entsprechende Satzungsklauseln aufzunehmen<sup>340</sup>.

Grundsätzlich fällt somit die Abgabe eines Übernahmeangebots in den von dem Unternehmensgegenstand gedeckten Bereich der Geschäftsführung und bedarf keiner eigenständigen Ermächtigung in Form einer Konzernklausel.

## 2. Die Deckung durch den Unternehmensgegenstand

Im Zusammenhang mit dem Unternehmensgegenstand des Bieters könnte sich noch ein weiteres Problem ergeben. Es besteht die Gefahr, dass der amtierende Vorstand durch die Übernahme der Zielgesellschaft die vom Unternehmensgegenstand gesetzten Grenzen ausdehnt und so den Unternehmensgegenstand eigenmächtig und damit auch unzulässigerweise erweitert<sup>341</sup>. Die Abweichung erfolgt nicht allein durch den Übernahmeprozess an sich, sondern durch die Beteiligung an einem Unternehmen, dessen Unternehmensgegenstand sich nicht mit dem des Bieters deckt.

Hier ist nochmals die Intention der Bestimmung des Unternehmensgegenstandes in der Satzung zu betrachten (§23 Abs. 3 Nr. 2 AktG): Der Zweck des Erfordernisses der Angabe des Unternehmensgegenstands ist, geplante Änderungen der Geschäftstätigkeit der Zustimmung der Hauptversammlung zu unterwerfen und zu verhindern, dass der Vorstand über die wirtschaftlichen Grundlagen der Gesellschaft aus eigener Machtvollkommenheit disponiert. Soweit es also die Geschäftsführung für geboten hält, die bisher betriebenen Geschäftszweige zu verändern oder ihnen einen neuen Geschäftsbereich hinzufügen, macht dies eine Satzungsänderung und damit auch die Beteiligung der

---

<sup>339</sup> Vgl. Mertens in KK, 2. Aufl., §76 Rn. 51: „Zwar darf die Satzung die Geschäftsführungsbefugnis des Vorstands in denjenigen Fragen der Unternehmensstrukturierung, die traditionell dem Unternehmensgegenstand zugerechnet werden nämlich hinsichtlich der Gründung von Tochtergesellschaften sowie des Beteiligungserwerbs, einschränken; hat der Satzungsgeber von dieser Möglichkeit aber keinen Gebrauch gemacht, so umfaßt die Leitungsmacht des Vorstands – immer vorausgesetzt, dass dieser den Rahmen des Unternehmensgegenstandes nicht überschreitet – grundsätzlich auch diesen Bereich“.

<sup>340</sup> Vgl. Werner in AG 1/90, S. 17; Mertens in KK, 2. Aufl., §76 Rn. 51.

<sup>341</sup> Vgl. Kessler in AG 2/95, S. 121.

Hauptversammlung erforderlich. Das ist in der Lehre und Rechtsprechung unstreitig<sup>342</sup>. Die Festsetzung des Unternehmensgegenstandes in der Satzung gemäß §23 Abs. 3 Nr. 2 AktG ist von erheblicher Bedeutung, weil vor allem gewichtige eignerspezifische Interessen, die der Gesetzgeber für schutzwürdig gehalten hat, statuiert werden. Wie zu Anfang ausgeführt, ist es den Aktionären zum einen nicht gleichgültig, in welcher Branche das Unternehmen tätig ist, da sie insoweit ihre ursprünglichen Anlageentscheidung aufgrund von Gewinnschätzungen getroffen haben, für die der bisherige Unternehmensgegenstand als Anhaltspunkt gedient hat. Zum anderen tragen die Aktionäre das Unternehmensrisiko, so dass die Bestimmung des Umfangs des Tätigkeitsbereichs der Gesellschaft auch aus diesem Grund nicht dem Vorstand überlassen bleiben kann. Hier ist deutlich zu erkennen, wie der Machtbereich der Satzungsgeber durch diese Kompetenzzuweisung, die Festlegung des Unternehmensgegenstandes, gestärkt wurde. Auch den Schutz des Rechtsverkehrs hatte der Gesetzgeber mit dieser Regelung im Auge, da auch ihm die Branchenzugehörigkeit und die Art der Geschäftstätigkeit seines gegenwärtigen oder zukünftigen Vertragspartners nicht gleichgültig ist<sup>343</sup>.

Sollte durch die Übernahme der Zielgesellschaft die Geschäftsaktivität des Bieters verändert, bzw. erweitert werden, so kann der Vorstand des Bieters die Übernahme nicht eigenverantwortlich im Rahmen seiner Geschäftsführung durchführen, da sein Handeln nicht mehr von dem vom Satzungsgeber festgesetzten Unternehmensgegenstand gedeckt ist. In diesem Fall einer unzulässigen Erweiterung des Unternehmensgegenstandes bedarf es einer förmlichen Satzungsänderung, zu der ein Hauptversammlungsbeschluss gemäß §179 AktG erforderlich ist<sup>344</sup>. Man wird jedoch schwerlich verlangen können, dass die bietende Gesellschaft ihre Satzung ändert, ehe der Vorstand sicher sein kann, zum Zuge zu kommen. In Fällen eines Erwerbs, der den Unternehmensgegenstand verändert, muss der Vorstand jedoch dann den Kauf von der Bedingung abhängig machen, dass die Hauptversammlung zustimmt<sup>345</sup>. So werden die Interessen der Aktionäre hinreichend im Sinne von §179 Abs. 1 AktG berücksichtigt.

Zusammengefaßt sieht die Lage für den Vorstand wie folgt aus: Der Vorstand benötigt keine spezielle Ermächtigung zur Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots. Seine

---

<sup>342</sup> Vgl. Lutter/Leinekugel in ZIP 6/98, S. 227.

<sup>343</sup> Vgl. Kessler in AG 2/95, S. 67.

<sup>344</sup> Vgl. Knoll, S. 152.

<sup>345</sup> Vgl. Mertens in KK, 2. Aufl., §82 Rn. 28.

Befugnis zur Abgabe eines Übernahmeangebots an die Aktionäre der Zielgesellschaft im Rahmen eines Übernahmeverfahrens fällt in seinen Kompetenzbereich der Geschäftsführung. Eine sog. Konzernklausel würde die eigenverantwortliche Leitungsmacht des Vorstands zu sehr einschränken und die Machtbalance im Innenverhältnis der Aktiengesellschaft unnötigerweise zugunsten der Hauptversammlung als Satzungsgeber verschieben. Die Interessen der Aktionäre des Bieters sind vielmehr durch die Notwendigkeit der Deckung des Unternehmensgegenstandes ihrer Gesellschaft mit den Aktivitäten des neu erworbenen Unternehmens hinreichend geschützt, bzw. durch die mögliche Einschränkung der Leitungsmacht des Vorstands bezüglich der Unternehmensstrukturierung in der Satzung im Rahmen des Unternehmensgegenstandes. Sollte sich der Unternehmensgegenstand nicht decken oder überschritten werden, so stellt dies eine sog. faktische Satzungsänderung dar, der die Hauptversammlung gemäß §179 Abs. 1 AktG durch Beschluss zustimmen muss. Die Satzungsänderung muss wegen der überragenden Bedeutung für die Interessen der Aktiengesellschaft mit einer qualifizierten Mehrheit, d.h. drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals, gemäß §179 Abs. 2 Satz 1 und 2 AktG beschlossen werden<sup>346</sup>.

## **II. Die Kompetenz des Aufsichtsrats**

### **a) Die Funktion als „Kontrollorgan“**

Neben der Bestellung und Abberufung des Vorstands gemäß §84 AktG erwachsen dem Aufsichtsrat seine Rechte und Pflichten, insbesondere die hieraus resultierende Pflicht zur Kontrolle und Überwachung der Geschäftsführung des Vorstands, hauptsächlich aus §111 AktG<sup>347</sup>. Seine Funktion als Kontrollorgan beinhaltet nicht nur eine Überwachung der Rechtmäßigkeit der Geschäftsführung durch den Vorstand, sondern auch der Zweckmäßigkeit unter wirtschaftlichen Aspekten<sup>348</sup>. Der Aufsichtsrat hat jedoch nicht bei Ermessensfragen in Angelegenheiten der Geschäftsführung zu entscheiden. Diese unternehmerische Leitungsverantwortung liegt allein beim Vorstand<sup>349</sup>. Aus der Gesamtwürdigung der Vorschriften über den Aufsichtsrat ergibt sich aber, dass dieser nicht nur nach Art eines Rechnungshofs amtieren soll, sondern eine unternehmerisch verantwortliche Rolle zu spielen hat. Sie macht es erforderlich, dass er sich eine eigene

<sup>346</sup> Vgl. Kessler in AG 2/95, S. 68.

<sup>347</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §111 Rn. 1.

<sup>348</sup> Vgl. Hirte, S. 81; Eisenhardt, S. 306; Hüffer, Komm. z. AktG, §111 Rn. 3, 6; Scheffler in ZGR 1/93, S. 66.

<sup>349</sup> Vgl. Mertens in KK, 2. Aufl., §111 Rn. 25.

Meinung über die unternehmerische Zielkonzeption der Gesellschaft bildet und im Rahmen der ihm zustehenden Kompetenzen durchzusetzen sucht. In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass der Aufsichtsrat den Vorstand ernennt und diesem eine Geschäftsordnung geben kann und dass er das Recht hat, Geschäftsführungsmaßnahmen des Vorstands gemäß §111 Abs. 4 Satz 2 AktG von seiner Zustimmung abhängig zu machen. Auch die Ausgestaltung der Berichtspflicht in §90 AktG zeigt, dass der Aufsichtsrat einen umfassenden Einblick in die Unternehmenspolitik bekommen und über diese mit dem Vorstand diskutieren soll<sup>350</sup>.

**b) Die Berichtspflicht des Vorstands an den Aufsichtsrat gemäß §90 AktG**

In der Regel wird der Aufsichtsrat bei geplanten Übernahmen bezüglich der Wirtschaftlichkeit und dem Zweck der Transaktion mit in die Planung einbezogen sein. Dies wird dadurch geschehen, dass der Vorstand dem Aufsichtsrat über die zukünftige Geschäftspolitik im Rahmen von §90 Abs. 1 Nr. 1 AktG zu berichten hat. Danach wird der Vorstand den Aufsichtsrat darüber informieren, ob er in naher Zukunft die Abgabe von Übernahmeangeboten an Dritte im Rahmen einer Übernahme plant oder er gegebenenfalls hierfür schon geeignete Übernahmeobjekte ausfindig gemacht hat. Gemäß §90 Abs. 2 Nr. 1 AktG hat der Vorstand dem Aufsichtsrat mindestens einmal jährlich über die geplante Geschäftspolitik zu berichten. Handelt es sich bei der Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots und der damit verbundenen Übernahme um ein Geschäft, das für die Rentabilität oder Liquidität der Gesellschaft von erheblicher Bedeutung sein kann, so hat der Vorstand dem Aufsichtsrat gemäß §90 Abs. 1 Nr. 4 AktG darüber Bericht zu erstatten, und dies nach §90 Abs. 2 Nr. 4 AktG möglichst so rechtzeitig, dass der Aufsichtsrat vor Vornahme der Geschäfte Gelegenheit hat, zu ihnen Stellung zu nehmen<sup>351</sup>. Bei einem den Anforderungen des §90 Abs. 1 Nr. 4 AktG entsprechenden Vorgehen des Vorstands erfährt der Aufsichtsrat aufgrund des Berichterstattungssystems von den Geschäften, die für die Rentabilität oder Liquidität der Gesellschaft von erheblicher Bedeutung sein können, so rechtzeitig, dass er zu ihnen Stellung nehmen und notfalls auch noch in bezug auf ein konkretes Geschäft einen Zustimmungsvorbehalt einführen kann<sup>352</sup>. Damit wird dem Aufsichtsrat ein entscheidendes Mitspracherecht im Übernahmeverfahren eingeräumt.

---

<sup>350</sup> Vgl. Mertens in KK, 2. Aufl., §111 Rn. 26.

<sup>351</sup> Vgl. Lutter /Krieger, S. 36.

<sup>352</sup> Vgl. Mertens in KK, 2. Aufl., §111 Rn. 79.

Als Ergänzung zu der Verpflichtung zur Berichterstattung durch den Vorstand kann der Aufsichtsrat auch selbst jederzeit gemäß §90 Abs. 3 AktG zusätzliche Berichte über Angelegenheiten der Gesellschaft verlangen<sup>353</sup>. Dem Aufsichtsrat steht damit schon im Vorfeld der Abgabe eines Übernahmeangebots ein umfassendes Instrumentarium zur Überwachung der Geschäftsführung des Vorstands zur Verfügung.

### c) **Der Zustimmungsvorbehalt gemäß §111 Abs. 4 Satz 2 AktG**

Dem Aufsichtsrat könnte im Übernahmeverfahren dann eine ganz entscheidende Rolle zukommen, wenn die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots durch den Vorstand an die Zustimmung des Aufsichtsrats gebunden wäre. Gemäß §111 Abs. 4 Satz 2 AktG kann die Satzung oder der Aufsichtsrat selbst anordnen, dass bestimmte Arten von Geschäften nur mit seiner Zustimmung vorgenommen werden dürfen. Dieser beinhaltet eine Zuständigkeitsverlagerung zugunsten des Aufsichtsrats und hat damit für das Kompetenzgefüge der Organe der Aktiengesellschaft grundlegende Bedeutung.

#### 1. **Die Anordnung durch Satzung oder Aufsichtsrat**

Nicht nur der Aufsichtsrat kann bestimmte Arten von Geschäften für zustimmungsbedürftig erklären, sondern auch die Satzung. Ist die Zustimmungspflicht für bestimmte Geschäfte in der Satzung begründet, so kann sie der Aufsichtsrat nicht aufheben und sie auch nicht pauschal im voraus erklären<sup>354</sup>. Umgekehrt kann dem Aufsichtsrat die Kompetenz zur Festsetzung von Zustimmungsvorbehalten vom Satzungsgeber nicht genommen werden<sup>355</sup>.

Das Aktiengesetz ermöglicht somit dem Satzungsgeber als auch dem Aufsichtsrat, die Geschäftsführungsbefugnis des Vorstands an die Mitwirkung eines anderen Organs zu binden, in diesem speziellen Fall des §111 Abs. 4 Satz 2 AktG an die Zustimmung des Aufsichtsrats. Die Normen des Aktiengesetzes enthalten in dieser Hinsicht eine abschließende Regelung der Kompetenzen des Satzungsgebers im Sinne von §23 Abs. 5 AktG. Die Satzung kann danach Organisationsmaßnahmen nicht an die Zustimmung anderer Gremien oder Personen binden. Für den Satzungsgeber besteht daher keine Möglichkeit, in der Satzung sich selbst, also der Hauptversammlung, ein Zustimmungsrecht zu statuieren<sup>356</sup>.

<sup>353</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §90 Rn. 1.

<sup>354</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §111 Rn. 17; Mertens in KK, 2. Aufl., §111 Rn. 62.

<sup>355</sup> Vgl. Semler, S. 79.

<sup>356</sup> Vgl. Mertens in KK, 2. Aufl., §82 Rn. 31.

Durch die Ermächtigung des Aufsichtsrats, in §111 Abs. 4 Satz 2 AktG einen Zustimmungsvorbehalt für sich selbst zu begründen, der dem Vorstand bekanntzumachen ist, kann der Aufsichtsrat seine eigene Kompetenz zu Lasten des Vorstands erweitern. Die Entscheidung, ob er einen Zustimmungsvorbehalt anordnet, unterliegt zunächst grundsätzlich seinem pflichtgemäßen Ermessen<sup>357</sup>. Ein Katalog von zustimmungspflichtigen Geschäften ist kein unverzichtbares Mittel der Überwachung des Vorstands durch den Aufsichtsrat. Der Umstand, dass der Aufsichtsrat von diesem Mittel keinen Gebrauch macht, kann daher nicht schon als solcher zu einer Haftung des Aufsichtsrats für sorgfaltswidrige Geschäfte des Vorstands von grundsätzlicher Bedeutung führen.

Seine Pflicht zu gewissenhafter Kontrolle des Vorstands kann es im Einzelfall aber verlangen, bestimmte Maßnahmen der Zustimmungspflicht zu unterwerfen. So hat der BGH in seinem Urteil vom 15. November 1993<sup>358</sup> festgesetzt, dass die Befugnis des Aufsichtsrats, einen Zustimmungsvorbehalt anzuordnen, im Einzelfall durch Ermessensschrumpfung in eine Verpflichtung umschlagen kann.

Dabei ist zu beachten, dass sich der BGH zu einer derartigen Ermessensreduzierung auf Null nur für den Fall äußert, dass ein gesetzwidriges Vorgehen des Vorstands droht; nicht ausdrücklich angesprochen wird dagegen in den Urteilsausführungen das Problem der Pflicht des Aufsichtsrats zur Einführung von Zustimmungsvorbehalten bei unzumutbarer oder unwirtschaftlicher Unternehmensleitung durch den Vorstand. Dies ist aber im Grundsatz zu bejahen. Der Aufsichtsrat hat seine Überwachungstätigkeit in den oben aufgezeigten Grenzen auch darauf zu erstrecken, dass der Vorstand die Lebens- und Überlebensfähigkeit der Gesellschaft sichert und für dauerhafte Rentabilität sorgt. Wenn das Risiko besteht, dass der Vorstand gegen diese Pflichten verstößt, kann sich je nach der Größe der Gefahren das Handlungsermessen des Aufsichtsrats auf die Alternative reduzieren, einen Zustimmungsvorbehalt für ein Einzelgeschäft oder eine bestimmte Art von Geschäften zu begründen. Verstößt der Aufsichtsrat in einem solchen Fall der Ermessensreduzierung auf Null gegen seine Anordnungspflicht, so handelt er pflichtwidrig<sup>359</sup>. Allerdings wird im Bereich der Wirtschaftlichkeits- und Zweckmäßigkeitkontrolle eine derartige Ermessensreduzierung praktisch wohl nur in sog. ad hoc

---

<sup>357</sup> Vgl. Thümmel, Rn. 214.

<sup>358</sup> Vgl. BGHZ 124, 111, abgedruckt in AG 3/94, S. 124 ff.

<sup>359</sup> Vgl. Boujong in AG 5/95, S. 206.

– Fällen, d.h. aus konkretem Anlass, in Betracht kommen, da nur in diesen Fällen sich das Risiko und der Umfang des Geschäfts und damit auch die Gefahr für das Unternehmen hinreichend genau bestimmen lässt. Dabei besteht aber immer die Gefahr, bei zu vager Bestimmung des Risikos für das Unternehmen, in die Leitungskompetenz des Vorstands nach §76 AktG einzugreifen.

Eine hinreichende Gefahr für die Gesellschaft liegt beispielsweise dann vor, wenn der Aufsichtsrat den konkreten Anlaß zur Befürchtung hat, dass der Vorstand bestimmte Geschäfte von erheblicher Bedeutung für die Rentabilität oder Liquidität der Gesellschaft abschließen könnte, ohne dem Aufsichtsrat eine vorherige Stellungnahme zu ermöglichen. Sollte für Geschäfte von erheblicher Bedeutung kein Zustimmungsvorbehalt durch die Satzung vorgeschrieben sein, so hat der Aufsichtsrat den Zustimmungsvorbehalt anzuordnen, notfalls auch ad hoc. Verzichtet der Aufsichtsrat darauf oder hält er den Katalog der zustimmungspflichtigen Maßnahmen bewußt eng, so kann darin eine Pflichtwidrigkeit liegen, die seine Schadensersatzpflicht auszulösen vermag<sup>360</sup>.

Dieser Ansicht schließt sich auch die ARAG/Garmenbeck – Entscheidung<sup>361</sup> des BGH aus dem Jahre 1997 an. Danach ist der Aufsichtsrat gehalten, die Geschäftsleitung nicht nur zu kontrollieren, sondern namens der Gesellschaft auch auf Schadenersatz in Anspruch zu nehmen, wenn ein entsprechendes Fehlverhalten des Vorstands erkennbar ist. Der Aufsichtsrat muss die Prüfung von Ansprüchen in eigener Verantwortung vornehmen, d.h. er darf nicht auf eine etwaige Entscheidung der Hauptversammlung warten. Ein Ermessen steht ihm insoweit nicht zu; verzichtet er auf die Geltendmachung von Ansprüchen, setzt er sich selbst einem Haftungsrisiko aus<sup>362</sup>. Der BGH ordnet zutreffend die Geltendmachung von Innenhaftungsansprüchen gegenüber Vorstandsmitgliedern der rückschauenden Kontrollaufgabe des Aufsichtsrats zu und lehnt damit die Annahme eines Ermessensspielraums bei der Verfolgung solcher Ansprüche ab, wodurch die Entscheidung des Aufsichtsrats in vollem Umfang gerichtlich überprüfbar wird<sup>363</sup>.

Aus der ARAG/Garmenbeck – Entscheidung ergeben sich maßgebliche Leitlinien für die Bestimmung des Haftungsrisikos des Aufsichtsrats. Wenn der Aufsichtsrat die Pflicht zur eigenverantwortlichen Prüfung etwaiger Haftungsansprüche gegenüber dem

---

<sup>360</sup> Vgl. Mertens in KK, 2. Aufl., §111 Rn. 79; Hüffer, Komm. z. AktG, §111 Rn. 17; Thümmel, Rn. 214; Brandes in WM 49/94, S. 2182.

<sup>361</sup> Vgl. Thümmel in DB 22/97, S. 1117.

<sup>362</sup> Vgl. Thümmel, Rn. 6, 218.

<sup>363</sup> Vgl. Thümmel in DB 22/97, S. 1118.

Vorstand hat und solche Ansprüche in der Regel auch durchsetzen muß, so folgt hieraus, dass er sich nach §§116, 93 Abs. 2 AktG selbst der Gesellschaft gegenüber schadensersatzpflichtig macht, wenn er den Vorstand schon<sup>364</sup>.

Ebenso die Entscheidung des LG Bielefeld vom 16. November 1999, dem sog. Balsam – Urteil, bei welchem der Vorstand der Balsam AG Devisenoptionsgeschäfte getätigt hatte, die vom Umfang her außer Verhältnis zum Gesamtvolumen der Geschäftstätigkeit standen. Da das Verhalten des Vorstands satzungs- und rechtswidrig war, hat das Gericht daher eine Pflicht des Aufsichtsrats zur Anordnung eines Zustimmungsvorbehalts angenommen. Diese Pflicht zur Überprüfung und Anordnung eines Zustimmungsvorbehalts hat das Gericht schon bei Bestehen vager Gerüchte über ungewisse und unkorrekte Geschäfte angenommen und diese Geschäfte nur noch durch Anordnung solcher Maßnahmen verhindert werden können<sup>365</sup>.

Die Anordnung eines Zustimmungsvorbehalts steht zwar in der Regel im pflichtgemäßen Ermessen des Aufsichtsrats, das sich jedoch zu einer Pflicht verdichtet, wenn der Aufsichtsrat nicht nur rechtswidrige, sondern auch für die Lebens- und Überlebensfähigkeit des Unternehmens entscheidende Geschäftsführungsmaßnahmen nur noch so verhindern kann. Ein pflichtgemäßes Handeln des Aufsichtsrats im Sinne der §§116, 93 Abs. 1 AktG fordert demnach eine entsprechende Reaktion des Aufsichtsrats<sup>366</sup>. Handelt er nicht in diesem Sinne, setzt sich der Aufsichtsrat der Haftung gemäß §§116, 93 Abs. 2 AktG aus, wenn er die ihm nach §111 Abs. 1 AktG obliegende Pflicht zur Überwachung der Geschäfte des Vorstands nicht mit der ihm nach §§116, 93 Abs. 1 Satz 1 AktG obliegenden Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Aufsichtsratsmitglieds erfüllt.

---

<sup>364</sup> Vgl. Thümmel in DB 22/97, S. 1119.

<sup>365</sup> Vgl. Pielorz in ZIP 1/2000, S.20; hierzu die Anmerkung von Westermann in ZIP 1/2000, S.26: „Dabei erlaubt allerdings die bloßer Feststellung, dass der Vorstand gewagte Geschäfte unternimmt, noch nicht den Schluss auf eine Pflicht zur erweiterten Kontrollaktivität des Aufsichtsrats, sondern der Aufsichtsrat hat immer einen dem Vorstand zustehenden unternehmerischen Ermessensspielraum zu beachten, der erst überschritten ist, wenn die mit einem Geschäft oder mit einer Geschäftspolitik verbundenen Risiken in keinem Verhältnis zu den mit ihm möglicherweise realisierbaren Chancen stehen. Wenn also der Verdacht nicht mehr ganz fern liegt, dass dem Aufsichtsrat nicht offen und vollständig über riskante oder am Rande des satzungsmäßig Erlaubten liegende Geschäfte berichtet worden ist, darf er sich nicht mehr mit weiteren mittelbaren Aufklärungen durch den Vorstand oder den bisherigen Abschlussprüfer begnügen, sondern muss selber handeln.“

<sup>366</sup> Vgl. Brandes in WM 49/94, S. 2182.

## 2. Die Auslegung von „bestimmte Arten von Geschäften“

Bei der Auslegung des §111 Abs. 4 Satz 2 AktG ist darauf zu achten, dass der Machtbereich des Vorstands nicht unzulässig eingeschränkt wird. Durch die Festsetzung von Zustimmungsvorbehalten hinsichtlich der Abgabe eines Übernahmeangebots könnte in zwingende gesetzliche Zuständigkeiten des Vorstands eingegriffen bzw. sein Leitungsbereich so zu sehr eingeschränkt werden. Dadurch wäre zugleich die Machtbalance zwischen den Organen der Gesellschaft gestört.

Ein Zustimmungsvorbehalt bezüglich der im Gesetz ausdrücklich festgesetzten Kompetenzen des Vorstands ist grundsätzlich ausgeschlossen<sup>367</sup>. Würde in solch eine Kompetenz eingegriffen werden, wäre ein Zustimmungsvorbehalt unzulässig, weil gegen die ausdrückliche gesetzliche Zuständigkeitsverteilung verstoßen würde<sup>368</sup>. Eine gesetzliche Kompetenzzuweisung der Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots im Rahmen einer Unternehmensbeteiligung gibt es im Aktiengesetz nicht, so dass hier von einem Eingriff in gesetzlich gesicherte Kompetenzen des Vorstands keine Rede sein kann. Die Vorbereitung und Ausführung von Übernahmeangeboten ist schlicht unter den Begriff der Geschäftsführung zu subsumieren.

Des weiteren stellt sich noch die Frage, ob die Aufnahme des Übernahmeangebot als Maßnahmen der Geschäftsführung in einen Katalog zustimmungsbedürftiger Geschäfte gemäß §111 Abs. 4 Satz 2 AktG deshalb unzulässig ist, weil sie die gesetzliche Position des Vorstands als eigenverantwortlichen Leiter des Unternehmens beeinträchtigen könnte, oder ob dies sich noch im Rahmen einer verhältnismäßigen Kompetenzverlagerung befinden würde.

Nach dem Wortlaut des §111 Abs. 4 Satz 2 AktG dürfen nur bestimmte Arten von Geschäften einem Zustimmungsvorbehalt unterstellt werden. Die Reichweite und die genaue Abgrenzung dieser Definition werden in der Literatur nicht einheitlich beantwortet. Einigkeit besteht aber darüber, dass Handlungen des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs nicht einem Zustimmungsvorbehalt unterstellt werden dürfen. Aber auch schon

---

<sup>367</sup> Um gesetzliche Zuständigkeitszuweisungen, die nicht disponibel sind, handelt es sich zum Beispiel bei der Erfüllung der Buchführungspflicht (§91 AktG), der Pflicht zur Verlustanzeige und zum Konkurs- bzw. Vergleichsantrag (§92 AktG), der Pflicht zur Vorbereitung und Durchführung von Hauptversammlungsbeschlüssen (§83 Abs. 2 AktG), der Pflicht zur Vorlesung des Jahresabschlusses (§148 AktG) sowie den sich aus den §§175 Abs. 1, 176 Abs. 1 Satz 1, 181, 186 Abs. 2 Satz 4, 186 Abs. 4 Satz 2, 188 AktG ergebende Pflichten.

<sup>368</sup> Vgl. v. Rechenberg in AG 20/90, S. 1360.

ein Zustimmungsvorbehalt, wie „die Vornahme aller Geschäfte, die über den gewöhnlichen Geschäftsbetrieb hinausgehen“, wäre zu allgemein formuliert und würde den Vorstand zu sehr einschränken und wäre daher unzulässig. Es dürfen nur solche Geschäfte einem Zustimmungsvorbehalt unterstellt werden, die nach Umfang, Gegenstand, Bedeutung oder Risiko für das konkrete Unternehmen aus dem routinemäßigen Geschäftsbetrieb herausfallen<sup>369</sup>. Ein Zustimmungsvorbehalt kann daher nur für bestimmte, hinreichend genau bezeichnete Geschäfte angeordnet werden. Als zulässig werden Zustimmungsvorbehalte für den Erwerb von Beteiligungen, Grundstücksgeschäfte und Kreditaufnahmen, die einen bestimmten Rahmen überschreiten, betrachtet<sup>370</sup>.

Die Unternehmensübernahme durch Abgabe eines Übernahmeangebots kann daher grundsätzlich an einen Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats gebunden sein. Dabei dürfte die Formulierung, „die Zustimmung durch den Aufsichtsrat ist erforderlich bei Entscheidungen des Vorstands bezüglich eines Unternehmenskaufs oder Beteiligungserwerbs“, ausreichend sein. Der Unternehmenskauf oder Beteiligungserwerb müsste aber vom Umfang her, d.h. von der wirtschaftlichen Größenordnung, den gewöhnlichen Rahmen des Geschäftsbetriebs der Gesellschaft überschreiten.

Die Grenzen hierfür bestimmt wie so oft der §76 Abs. 1 AktG. Danach sind mit der eigenverantwortlichen Leitung der Gesellschaft durch den Vorstand grundsätzlich solche Zustimmungsvorbehalte unvereinbar, die sich auf Geschäfte erstrecken, welche für die Rentabilität oder Liquidität der Gesellschaft nicht von erheblicher Bedeutung sind und dem normalen Geschäftsbetrieb zu zuordnen sind. Die Kriterien hierfür sind der Gegenstand des Geschäfts, Umfang oder Risiko von unternehmerischen Entscheidungen im Verhältnis zu Größe und Art der Gesellschaft. Verkürzt formuliert kann man sagen, dass das, was an Außengeschäften nicht nach §90 Abs. 1 Nr. 4 AktG berichtspflichtig ist, grundsätzlich auch nicht zum Gegenstand einer mitwirkenden Geschäftsführung durch den Aufsichtsrat gemacht werden kann<sup>371</sup>.

Weiterhin ist der Fall vorstellbar, dass ein Zustimmungsvorbehalt von der Satzung und dem Aufsichtsrat nicht angeordnet wurde, der Vorstand aber im Begriff ist, ein Übernahmeangebot für ein anderes Unternehmen abzugeben, das wegen des hohen Übernahmepreises den gewöhnlichen Umfang des Geschäftsbetriebs überschreitet. Kann der

---

<sup>369</sup> Vgl. v. Rechenberg in AG 20/90, S. 1358; Lutter/Krieger, S. 51.

<sup>370</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §111 Rn. 18.

<sup>371</sup> Vgl. Götz in ZGR 4/90, S. 640.

Aufsichtsrat für solch ein Einzelgeschäft noch einen Zustimmungsvorbehalt anordnen? Der Hauptversammlung wäre es in der Regel schon aus zeitlichen Gründen unmöglich, eine entsprechende Regelung in der Satzung zu statuieren.

Bei der Frage, ob Einzelgeschäfte im Rahmen von §111 Abs. 4 Satz 2 AktG zustimmungsfähig sind, ist sich die Literatur nicht einig. Aus der Bezeichnung bestimmte Arten von Geschäften wird von *Semler* gefolgert<sup>372</sup>, dass Einzelgeschäfte nicht zustimmungspflichtig gemacht werden könnten. Andere Autoren hingegen halten Zustimmungsvorbehalte für Einzelgeschäfte grundsätzlich für zulässig, allerdings nur dann, wenn diese für die Gesellschaft eine herausragende Bedeutung haben. Aus dem Zweck des §111 Abs. 4 Satz 2 AktG, dem Aufsichtsrat zu seiner Kontrollaufgabe ein besonderes Mittel zur Verfügung zu stellen, ist nicht erkennbar, dass dieser nur dann eine Anwendung desselben rechtfertigt, wenn spezielle Arten von Geschäften unterstellt werden. Es gibt auch kein aus dem Gesetzeszusammenhang ableitbares Schutzbedürfnis des Vorstands, welches der Festlegung von Zustimmungsvorbehalten für Einzelgeschäfte entgegensteht, vorausgesetzt, die zustimmungsbedürftigen Einzelgeschäfte sind klar definiert und können für die Rentabilität oder Liquidität der Gesellschaft von erheblicher Bedeutung sein. Der Ausschluss von Einzelgeschäften vom Zustimmungsvorbehalt käme im Ergebnis einer reinen Wortinterpretation gleich, die den Sinngehalt §111 Abs. 4 Satz 2 AktG nicht ausschöpft. Des weiteren sind auch keine Gründe ersichtlich, Einzelgeschäfte nur dann für zustimmungsbedürftig erklären zu können, wenn diese eine besonders herausragende Bedeutung für die Gesellschaft besitzen. Für das Einzelgeschäft gelten dieselben erforderlichen Kriterien wie für die bestimmte Arten von Geschäften. Sowohl bestimmte Einzelgeschäfte als auch bestimmte Arten von Geschäften können dann zustimmungspflichtig gemacht werden, wenn ihre Bedeutung für die Gesellschaft erheblich im Sinne des §90 Abs. 1 Nr. 4 AktG ist<sup>373</sup>.

So muss der Aufsichtsrat aus seiner Überwachungsfunktion gemäß §111 Abs. 1 AktG schließlich die Möglichkeit haben, ein bestimmtes einzelnes Geschäft, sofern es für die Gesellschaft von außerordentlicher Bedeutung ist, auch „ad hoc“ noch verhindern zu können, zum Beispiel wenn es sich um eine Geschäftsführungsmaßnahme des Vorstands handelt, die der Aufsichtsrat für unvertretbar hält, insbesondere wenn der Vorstand sich in der Erörterung trotz gewichtiger Gegenargumente nicht überzeugen

---

<sup>372</sup> Vgl. *Semler*, S. 82.

<sup>373</sup> Vgl. *Götz* in ZGR 4/90, S. 643; *Hüffer*, Komm. z. AktG, §111 Rn. 18.

lässt<sup>374</sup>. Wie schon zuvor erörtert, besteht für den Aufsichtsrat sogar die Pflicht, einen Zustimmungsvorbehalt ad hoc anzuordnen, wenn es sich um ein Geschäft von außerordentlicher Bedeutung für das Unternehmen handelt, und dieses nur durch den Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats verhindert werden kann.

### 3. Der Zustimmungsvorbehalt als Vetorecht

Das Recht des Aufsichtsrats, Geschäfte seiner Zustimmung zu unterwerfen, entspricht nicht einer freien Mitwirkungszuständigkeit in bezug auf die Geschäftsführung, sondern dient als Mittel der Kontrollaufgabe. Soweit bestimmte Arten von Geschäften der Zustimmung des Aufsichtsrates bedürfen (§111 Abs. 4 Satz 2 AktG), kann der Aufsichtsrat das Tätigwerden des Vorstands zwar nach Art eines Vetorechts verhindern. Damit erhält er ein Mitwirkungsrecht, das er nach eigenem Ermessen ausüben kann. Ein Weisungsrecht, mit dem er bestimmte Maßnahmen positiv durchsetzen könnte, steht ihm jedoch auch dann nicht zu<sup>375</sup>. Demnach darf die Anordnung der Zustimmungspflicht nicht so weit gehen, dass der Aufsichtsrat entgegen §111 Abs. 4 Satz 1 AktG die Geschäftsführung an sich ziehen und entgegen §76 AktG die eigenverantwortliche Leitung der Gesellschaft durch den Vorstand unterminieren kann. Der Freiraum des Vorstands darf nicht dahingehend einengt werden, dass ihm die Initiative und die Unternehmensführung auf breiter Front abgeschnitten wird<sup>376</sup>.

Verweigert der Aufsichtsrat die Zustimmung zu einem bestimmten Geschäft, der Abgabe eines Übernahmeangebots, so kann der Vorstand gemäß §111 Abs. 4 Satz 3 AktG statt dessen einen Beschluss der Hauptversammlung über die Zustimmung verlangen, der aber einer Mehrheit von mindestens drei Viertel der abgegebenen Stimmen bedarf (§111 Abs. 4 Satz 4 AktG)<sup>377</sup>.

Fraglich ist der Zeitpunkt der Zustimmung. Einerseits soll es dem pflichtgemäßen Ermessen des Vorstands überlassen sein, ob der Vorstand die Zustimmung vorher oder hinterher einholt. Andererseits wird in der Literatur auch die Ansicht vertreten, die Einwilligung grundsätzlich zuvor einholen zu lassen. Angesichts der Tatsache, dass ein

<sup>374</sup> Vgl. Lutter/Krieger, S. 50; Mertens in KK, 2. Aufl., §111 Rn. 65.

<sup>375</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §76 Rn. 11; Semler, S. 86: „Auf der anderen Seite wird der Aufsichtsrat durch die Festlegung eines Zustimmungsvorbehalts nicht ermächtigt, seinerseits die seiner Zustimmung vorbehaltenen Geschäfte zu planen und vorzubereiten oder den Vorstand durch Weisung anzuhalten, solche Geschäfte in seinem Sinne anzubahnen. Der Einschränkung der Geschäftsführungsbefugnis des Vorstands wird keine Geschäftsführungsermächtigung des Aufsichtsrats gegenüberstehen.“

<sup>376</sup> Vgl. Schilling in AG 12/81, S. 342; Mertens in KK, 2. Aufl., §111 Rn. 66.

<sup>377</sup> Vgl. Götz in ZGR 4/90, S. 644.

bereits vorgenommenes Geschäft oft nur unter Schwierigkeiten rückgängig zu machen ist und der Aufsichtsrat nicht vor vollendete Situationen gestellt werden darf, ist den letzteren insoweit zu folgen, als der Vorstand die Zustimmung des Aufsichtsrats grundsätzlich vor Vornahme des Geschäfts einzuholen hat. Im Zweifel sind Zustimmungsvorbehalte als Einwilligungsvorbehalte zu verstehen, denn nur so können sie ihren Kontrollzweck voll erfüllen. Jedoch mag es im Ausnahmefall hinzunehmen sein, wenn der Vorstand aus besonderen Gründen von dieser Regel Abstand nimmt. Erteilt der Aufsichtsrat in diesem Fall keine Genehmigung, so kann er den Vorstand auffordern, das Geschäft rückgängig zu machen. Häufig werden jedoch die Nachteile einer Rückgängigmachung für die Gesellschaft so groß sein, dass sie unterbleiben muss<sup>378</sup>.

Zusammenfassend kann man sagen, dass die Durchführung einer Übernahme mittels Übernahmeangebot durch den Vorstand einer ausgeprägten Kontrolle unterliegt. Der Aufsichtsrat kann in seiner Funktion als Kontrollorgan durch die Berichterstattung des Vorstands gemäß §90 AktG schon frühzeitig Einblicke in die Geschäftspolitik, also auch bei der Planung von Unternehmenskäufen, gewinnen. Das Recht des Zustimmungsvorbehalts des Aufsichtsrats aus §111 Abs. 4 Satz 2 AktG sichert ihm darüber hinaus noch das Recht, an der Entscheidung der Durchführung über die Abgabe des Übernahmeangebots maßgeblich mitzuwirken, sofern es sich um eine Maßnahme von erheblicher Bedeutung für das Unternehmen handelt. Da die Notwendigkeit einer Zustimmung auch ad hoc angeordnet werden kann und hierzu auch in Einzelfällen im Rahmen der Kontrollaufgabe des Aufsichtsrats eine Pflicht seinerseits besteht, ist eine umfangreiche Kontrolle der Geschäftsführung durch den Aufsichtsrat gewährleistet.

### **III. Die Kompetenz der Hauptversammlung**

Es bleibt noch zu klären, ob die Hauptversammlung bei der Entscheidung über die Abgabe eines Übernahmeangebots unmittelbar mit einzubeziehen ist.

Bei den zuvor behandelten Kompetenzen des Aufsichtsrats wurde festgestellt, dass es im Aktiengesetz einzelne Vorschriften gibt, die es dem Satzungsgeber erlauben, die Geschäftsführungsbefugnis des Vorstands an die Mitwirkung eines anderen Organs zu binden, so insbesondere §111 Abs. 4 Satz 2 AktG, der die Zustimmung des Aufsichtsrats zu bestimmten Geschäften verlangt. Dabei ist zu beachten, dass die Normen des

---

<sup>378</sup> Vgl. Mertens in KK, 2. Aufl., §111 Rn. 64, 80.

Aktiengesetzes in dieser Hinsicht eine abschließende Regelung der Kompetenzen des Satzungsgebers im Sinne von §23 Abs. 5 AktG enthalten. Weitergehende Eingriffe in die dem Vorstand nach §76 Abs. 1 AktG zwingend zustehende Leitungsmacht sind dem Satzungsgeber nicht gestattet. Daher kann die Satzung Organisationsmaßnahmen nicht an die Zustimmung der Hauptversammlung binden<sup>379</sup>. §111 Abs. 4 Satz 2 AktG gibt daher der Hauptversammlung nur das Recht, das Übernahmeangebot der Zustimmung des Aufsichtsrats zu unterwerfen, auf keinen Fall aber sich selbst ein Zustimmungsrecht zu zusprechen.

#### a) Die geschriebenen Hauptversammlungskompetenzen

Das Kompetenzverhältnis von Vorstand und Hauptversammlung ist grundlegend durch §119 Abs. 1, 2 AktG geprägt, indem dieser einen zwingenden und abschließenden Katalog von Aufgaben festlegt. In §119 Abs. 1 AktG ist der Erwerb von Beteiligungen nicht aufgeführt, und auch sonst sind im Aktiengesetz bis auf die in §§291, 293 AktG benannten Unternehmensverträge<sup>380</sup> keine Vorschriften zu finden, die den Unternehmenskauf oder Beteiligungserwerb benennen. Eine im Gesetz festgeschriebene Kompetenzzuständigkeit der Hauptversammlung des Bieters zur Mitwirkung an einem Übernahmeverfahren zum Unternehmenskauf existiert nicht.

#### b) Die ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen

Dass der Beteiligungserwerb durch Übernahme im Rahmen der Geschäftsführung in den Kompetenzbereich des Vorstands fällt, wurde schon zuvor in diesem Kapitel festgestellt. Die Frage ist, ob der Vorstand nach §76 AktG für die Konzernbildung allein zuständig ist oder ob in diesem Fall aufgrund ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen eine Verschiebung der Kompetenzaufteilung zugunsten der Hauptversammlung stattfindet.

Aus den im Gesetz ausdrücklich bestimmten Zuständigkeiten lässt sich als allgemeiner Grundsatz für die Zuständigkeit der Hauptversammlung ableiten, dass die Hauptversammlung über alle mit dem wirtschaftlichen und rechtlichen Aufbau der Gesellschaft

<sup>379</sup> Vgl. Mertens in KK, 2. Aufl., §82 Rn. 31.

<sup>380</sup> Für die in §291 Abs. 1 AktG (Beherrschungsvertrag, Gewinnabführungsvertrag) und §292 AktG (andere Unternehmensverträge) normierten Unternehmensverträge bedarf es zu ihrer Wirksamkeit der Zustimmung der Hauptversammlung, sowohl auf Seiten der Zielgesellschaft gemäß §293 Abs. 1 AktG als auch auf Seiten des Bieters gemäß §293 Abs. 2 i.V.m. Abs. 1 AktG. Dabei handelt es sich aber um freundliche, zwischen den Vorständen der beteiligten Unternehmen abgesprochenen Übernahmen.

zusammenhängenden Fragen entscheidet. Alle Maßnahmen, die den wirtschaftlichen und rechtlichen Aufbau der Gesellschaft ändern, tangieren zugleich die wirtschaftliche und rechtliche Stellung der Aktionäre und sind deshalb nach geltendem Recht der Zustimmung der Hauptversammlung bedürftig<sup>381</sup>.

Bei einem Übernahmeangebot geht der Bieter einige Verpflichtungen insbesondere gegenüber den Aktionären der Zielgesellschaft ein, die auch die rechtliche und wirtschaftliche Stellung des Aktionärs des bietenden Unternehmens berühren. Hier stellt sich die Frage, ob der Vorstand einer Aktiengesellschaft ein solches Übernahmeangebot abgeben darf, ohne die Hauptversammlung zu befragen<sup>382</sup>.

Denn ohne Zweifel sind bei der Abgabe eines Übernahmeangebots auch die Interessen der Anteilseigner des Bieters zu berücksichtigen. Verspricht die Übernahme eines anderen Unternehmens wirtschaftlich interessant zu sein, so werden die Anteilseigner ein Interesse an ihrer reibungslosen Durchführung haben. Der Wert des eigenen Unternehmens, und somit der gehaltenen Aktien, würde möglicherweise steigen und gegebenenfalls auch die Ausschüttungen. Feindliche Übernahmen können sich aber auch als sehr kostspielig und riskant erweisen. Sollte die Finanzkraft des Unternehmens unter der Übernahme leiden, und damit verbunden die Kurs- und Ausschüttungspolitik des Unternehmens, so sind auch primäre Interessen der Anteilseigner betroffen. Bei der Übernahme mittels eines Tauschangebots können für die Anteilseigner Verwässerungseffekte eintreten und zur mangelhaften Durchsetzung von Gesellschafterinteressen führen.

### **1. Keine Allzuständigkeit des Vorstands**

Nun könnte man aus der Tatsache, dass keine Zuständigkeit der Hauptversammlung im Hinblick auf eine Übernahme durch Übernahmeangebot gesetzlich fixiert ist, schließen, dass in diesem Fall der Vorstand zuständig ist und alleinverantwortlich über den Ablauf und Inhalt des Übernahmeangebots zu entscheiden hat.

Damit würden alle nicht ausdrücklich der Hauptversammlung zugewiesenen Angelegenheiten automatisch in die alleinige Entscheidungskompetenz des Vorstands fallen. Zwar ist der geregelte Kompetenzbereich des Vorstands viel größer als der nur punktuell geregelte der Hauptversammlung, von einer Alleinzuständigkeit des Vorstands zu sprechen, wäre aber vor allem bei Entscheidungen, die die Grundlage der Gesellschaft

---

<sup>381</sup> Vgl. Geßler in FS Stimpel, S. 786.

<sup>382</sup> Vgl. Würdinger, S. 242.

betreffen, übertrieben<sup>383</sup>. Insgesamt geht die Tendenz in den Ausführungen der Literatur dahin; insbesondere *Lutter*<sup>384</sup> hat sich mit dieser Problematik intensiv auseinandergesetzt, das Dogma der Allzuständigkeit der Verwaltung beim Fehlen einer ausdrücklichen Kompetenz der Hauptversammlung in Frage zu stellen und Mitwirkungsrechte der Aktionäre überall dort anzuerkennen, wo die Gesellschaftsstruktur selbst durch die Unternehmensverbindung betroffen wird. Dem ist im Grundsatz durchaus zuzustimmen. Wenn die Gesellschaftspraxis trotz der grundsätzlich zwingenden Natur des Aktienrechts auch hier die Herausbildung neuer, gesetzlich nicht geregelter Gestaltungen zugelassen hat, so ist es nur konsequent, dem durch entsprechend erweiterte Befugnisse der Hauptversammlung Rechnung zu tragen<sup>385</sup>.

In diesem Zusammenhang ist auch der §119 Abs. 1 AktG zu betrachten. Denn dieser enthält kein striktes Verbot ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten. Dem §119 Abs. 1 AktG die Eigenschaft zu zusprechen, er enthielte nicht nur eine positive Umschreibung des Kompetenzbereichs der Hauptversammlung sondern auch gleichzeitig das Verbot, neben den gesetzlichen auch weitere, ungeschriebene Zuständigkeiten zu bejahen, wäre falsch. Wie schon zuvor festgestellt wurde<sup>386</sup>, soll dieser vielmehr dazu anregen, sich bei den Gedanken über ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten an den einzelnen Kompetenznormen des Aktiengesetzes zu orientieren. Damit stehen ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten, die auf diesem Weg gewonnen werden, im Einklang mit dem Inhalt von §119 Abs. 1 AktG, da sie letztlich aus den im Gesetz geregelten Hauptversammlungszuständigkeiten hergeleitet sind<sup>387</sup>. Damit würde auch §119 Abs. 1 AktG einer Mitwirkung der Hauptversammlung bei Abgabe eines Übernahmeangebots im Übernahmeverfahren nicht entgegenstehen.

Dabei betrachten vor allem die Unternehmenspraktiker die Entwicklung ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten mit Unbehagen und Skepsis. Entscheidungen im Unternehmen, zumal wenn ihnen größere wirtschaftliche Bedeutung zukommt, bedürfen einer sicheren Rechtsgrundlage. Jede Unsicherheit wirkt sich lähmend auf die Beschlussfassung und den Vollzug möglicherweise lebenswichtiger Maßnahmen aus. Denn das Unternehmen muss sich auf die Wirksamkeit der getroffenen Maßnahmen

---

<sup>383</sup> Vgl. Mecke, S. 162; Kessler in AG 2/95, S. 68.

<sup>384</sup> Vgl. Lutter in FS Stimpel, S. 825; dieser Meinung folgend: Timm, S. 179; Hommelhoff, S. 364.

<sup>385</sup> Vgl. Ulmer in AG 1/75, S. 16; Kessler in AG 2/95, S. 69.

<sup>386</sup> Vgl. in Kapitel 2, C III c) 5.1.: Die Vereinbarkeit mit §119 Abs. 1 AktG.

<sup>387</sup> Vgl. Mecke, S. 164; Mülbart in Großkomm., §119 Rn. 25.

verlassen können und nicht deren eventuelle Unwirksamkeit infolge zwischenzeitlicher Rechtsneuschöpfung durch Richterrecht befürchten müssen<sup>388</sup>.

Einen grundlegenden Beitrag zur Entwicklung ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten und letztendlich auch zu deren Anerkennung, hat der BGH in seiner Holzmüller-Entscheidung<sup>389</sup> geleistet. Dabei könnten die aus der Holzmüller-Entscheidung gezogenen Grundsätze auch auf ein Übernahmeverfahren übertragen werden, mit dem Ergebnis, Übernahmeangebote seien vor ihrer Abgabe von der Hauptversammlung zu genehmigen.

## 2. Die Grundsätze der Holzmüller-Entscheidung

In der Literatur ist heftig darüber diskutiert worden, ob der BGH in der Holzmüller-Entscheidung<sup>390</sup> für alle grundlegenden Strukturentscheidungen eine Zustimmungspflicht der Hauptversammlung aufgestellt oder aber nur über einen besonders gelagerten und deshalb auch nicht verallgemeinerungsfähigen Einzelfall entschieden hat<sup>391</sup>. Der BGH hat zwar im Leitsatz auf den vorliegenden Fall einer Konzernbildung durch Ausgliederung des wertvollsten Teils des Betriebsvermögens, den Seehafenbetrieb, beschränkt. In den Gründen hat er aber offen gelassen, ob sie nicht auch bei anderen Sachverhalten greifen könnte.

Tatsächlich lautet die Kernaussage der Holzmüller-Entscheidung, dass die Hauptversammlung auch für den Fall, dass kein Konzernsachverhalt gegeben ist, zu beteiligen ist, wenn durch die Veräußerung ein eigenständiger Geschäftszweig aufgegeben wird, der nach der tatsächlichen Struktur des Unternehmens und nach dem Wert der Gesellschaft ein Kernbereich des Unternehmens ist<sup>392</sup>. D.h., ob es sich um ein unverbundenes oder ein konzernabhängiges Unternehmen handelt, ist unerheblich. Allein aus der Tatsache der Konzernverbundenheit ist kein zusätzliches, spezifisches Schutzbedürfnis abzuleiten<sup>393</sup>.

<sup>388</sup> Vgl. Süner in AG 7/83, S. 169.

<sup>389</sup> Vgl. BGHZ 83, 122.

<sup>390</sup> Vgl. Weißhaupt in NZG 17/99, S. 805: „Konkret ging es im zugrundeliegenden Fall Holzmüller um eine Aktiengesellschaft, die ihren Seehafenbetrieb, der 80% der Aktiva der Gesellschaft ausmachte, auf eine ihr mittelbar und unmittelbar allein gehörende, eigens hierfür gegründete KGaA ausgliederte. Dadurch wurde mit dem wertvollsten Betriebszweig der Kernbereich der Unternehmenstätigkeit berührt und die Unternehmensstruktur von Grund auf geändert.“

<sup>391</sup> Vgl. Lutter/Leinekugel in ZIP 6/98, S. 229.

<sup>392</sup> Vgl. Lutter/Leinekugel in ZIP 6/98, S. 230.

<sup>393</sup> Vgl. Knoll, S. 155; Lutter/Leinekugel in ZIP 6/98, S. 232; Kessler in AG 2/95, S. 70; v. Rechenberg in FS Bezenberger, S. 363.

### 3. Die Übertragbarkeit auf den Beteiligungserwerb

Es ist zu prüfen, ob die Kernaussage der Holz Müller-Entscheidung, es gebe grundlegende Entscheidungen in einer Aktiengesellschaft, die durch Geschäftsführungsbefugnis und Vertretungsmacht des Vorstands zwar formal noch gedeckt sind, gleichwohl aber so tief in die Mitgliedsrechte der Aktionäre eingreifen, dass der Vorstand nicht aus eigener Verantwortung zu handeln berechtigt ist, sondern die Hauptversammlung zu beteiligen hat, auch auf den Beteiligungserwerb zutrifft.

Bei der im Holz Müller-Fall beurteilten Ausgliederung handelt es sich um eine Maßnahme, die die Aktionäre der Aktiengesellschaft unmittelbar betrifft, weil ihnen wesentliche Anteilsrechte wie Stimm- und Bezugsrechte durch die Ausgliederung genommen werden. Anders liegt der Fall jedoch bei dem Erwerb einer Beteiligung. Hier wird der Einflußbereich der Aktionäre des Übernehmenden nicht in unerträglicher Weise beeinträchtigt, sondern es findet im Gegenteil ein Vermögenszuwachs statt. In der Holz Müller-Entscheidung wollte der BGH den Aktionär vor schwerwiegenden Eingriffen in seine Rechte und Interessen schützen. Letztlich schützt die Entscheidung den Aktionär vor einem Eingriff in sein rechtliches Substrat. Bei einem Unternehmenskauf oder Beteiligungserwerb wird aber der Einflußbereich der Aktionäre des Bieters im Gegensatz dazu sogar erweitert<sup>394</sup>. Damit ist auf den ersten Blick ein schwerwiegender Eingriff in die Rechte und Interessen der Anteilseigner der bietenden Gesellschaft durch die Abgabe eines Übernahmeangebots zur Beteiligung an einem anderen Unternehmen nicht ersichtlich.

Wenn man somit aus der Holz Müller-Entscheidung im Ergebnis nicht die Folgerung ziehen können, Übernahmeangebote seien zuvor von der Hauptversammlung der Bietergesellschaft zu genehmigen, so lässt sich dies nicht allein mit der eher vordergründigen Überlegung rechtfertigen, nur die Ausgliederung, nicht aber der Beteiligungserwerb, habe jenen Verlust an unternehmerischer Substanz und Entscheidungsbeugnissen der Anteilseigner zur Folge, der eine besondere Berücksichtigung von Aktionärsinteressen in Form einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz gebiete<sup>395</sup>.

Denn dabei wird außer Acht gelassen, dass die Beteiligung durch die Betriebsmittel der Gesellschaft finanziert werden muss, somit also gerade Dividendenrechte der Aktionäre

<sup>394</sup> Vgl. Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1109.

<sup>395</sup> Vgl. Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, S. 63.

eingeschränkt werden. Aber auch eine Mediatisierung des Aktionärsinflusses bei einem Tauschangebot kann durchaus stattfinden. Danach könnte sich je nach Art des Angebots ein unterschiedliches Bild bezüglich eines möglichen Eingriffs in die Rechte und Interessen der Aktionäre der bietenden Gesellschaft ergeben.

#### **4. Die Unterscheidung nach der Art des Übernahmeangebots**

Das öffentliche Übernahmeangebot kann in Form eines Bar- oder Tauschangebots abgegeben werden. Die Interessen und Rechte der Aktionäre des bietenden Unternehmens werden dadurch auf unterschiedliche Weise berührt.

Eine wichtige Rolle dabei spielt der Verlauf des Übernahmeverfahrens. Nicht nur das Scheitern eines Übernahmeangebots, sondern auch dessen Gelingen kann für das Bietunternehmen kostspielig und riskant sein, wenn sich daran weitere, aber hinsichtlich des Eintritts unsichere Verpflichtungen knüpfen. Man denke nur an die vom deutschen Konzernrecht statuierten Pflichten eines herrschenden Unternehmens gegenüber Minderheitsaktionären und Gläubigern der abhängigen Gesellschaft<sup>396</sup>.

Der Beteiligungserwerb muss zunächst einmal durch den Unternehmensgegenstand der Gesellschaft gedeckt sein. Ob darüber hinaus bei einer Übernahme im Einzelfall ein so schwerer Eingriff vorliegen kann, der ein Mitwirken der Hauptversammlung erfordert, scheint äußerst zweifelhaft. Die Festlegung einer Maßgeblichkeitsschwelle, ab deren Erreichen eine Beteiligung als schwerwiegender Eingriff in die Aktionärsrechte auf Seiten des Bieters zu werten ist, hat sich, wie bereits erläutert, als nicht geeignet herausgestellt. Bei der Beurteilung eines solchen schwerwiegenden Eingriffs kann jedoch zwischen den verschiedenen Spielarten eines Übernahmeangebots unterschieden werden.

##### **4.1 Das Barangebot**

Das Barangebot beinhaltet das Angebot, die Aktien des Anteilseigner der Zielgesellschaft gegen Barzahlung zu erwerben. Das abzugebende Barangebot kann vor allem dann Relevanz für die Gesellschafter des Bieters haben, wenn es zur Folge hat, dass wesentliche Barmittel der Gesellschaft dafür aufzuwenden sind. Hier könnte nämlich die Rechtsprechung des BGH aus dem Holz Müller-Urteil zur Anwendung gelangen, nach der vor der Ausgliederung wesentlicher Betriebsteile einer Aktiengesellschaft die Zustimmung der Hauptversammlung einzuholen ist. Das ist bei einem Beteiligungskauf

---

<sup>396</sup> Vgl. Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, S. 17.

durch Barzahlung zwar nicht unmittelbar der Fall, gleichwohl ist die Interessenlage vergleichbar<sup>397</sup>. Bei einem Beteiligungserwerb wird zwar ein weiterer Teil zu dem eigenen Unternehmen hinzu erworben und dadurch der Einflußbereich der Aktionäre des Bieters nicht eingeschränkt, sondern sogar erweitert, die damit verbundenen Finanzierungsmaßnahmen könnten aber die Aktionäre andererseits in ihren Rechten und Interessen stark einschränken. Dadurch sind jedoch eher finanzielle Interessen der Aktionäre und nicht primär ihre Stellung als Gesellschafter betroffen. Die Praxis trägt der angeführten Rechtsprechung des BGH bislang allerdings nur für die Fälle des Verkaufs von Beteiligungen und unternehmerischen Vermögen Rechnung, nicht aber für solche des Erwerbs. Insoweit sind Übernahmeangebote nicht anders zu behandeln, als der sukzessive Mehrheitserwerb über die Börse oder mittels Paketkäufe<sup>398</sup>.

Dabei spielt die Art der Finanzierung keine Rolle. Wird die Übernahme durch Eigenkapital finanziert, so sind die Einflußmöglichkeiten der Hauptversammlung zur Sicherung der Interessen der Aktionäre durch die bereits im Rahmen der Kapitalerhöhung erfolgte vorangegangene Mitwirkung der Hauptversammlung ausreichend<sup>399</sup>. Finanziert der Bieter die Offerte mit Hilfe liquider Mittel, so mag dies zwar Auswirkungen auf den wirtschaftlichen Wert der Gesellschaft und die einzelnen Beteiligungen mit sich bringen, stellt jedoch noch keinen schwerwiegenden Eingriff in das rechtliche Substrat der Mitgliedschaft dar. Dies ist nur ein Fall, vergleichbar mit dem Erwerb einer Tochtergesellschaft und deren Ausstattung mit dem notwendigen Kapital oder anderen Transaktionen mit erheblichen finanziellen Aufwand<sup>400</sup>. Soll die Übernahme durch die Aufnahme von Fremdkapital finanziert werden, also durch die Aufnahme von Krediten, so fehlt zwar ein Einfluß der Aktionäre auf die Beschlussfassung diesbezüglich, jedoch ist dies nicht anders zu beurteilen als die Finanzierung sonstiger Großinvestitionen. Da die Errichtung von Zweigwerken oder der Bau von Großforschungsanlagen, ja selbst der Verkauf wichtiger Unternehmensbereiche, keine Maßnahmen der Konzernbildung darstellen, sind solche Maßnahmen, jedenfalls in Übereinstimmung mit der Rechtsprechung des BGH, der Kontrolle durch die Aktionäre entzogen. Dies gilt, obwohl auch in diesen Fällen Kapital in erheblichem Maße benötigt wird und sich der wirtschaftliche

---

<sup>397</sup> Vgl. Hirte/Schander, S. 371.

<sup>398</sup> Vgl. Werner in ZHR 147/83, S. 446; Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer, S. 65.

<sup>399</sup> Vgl. Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer, S. 64.

<sup>400</sup> Vgl. Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer, S. 64; Lutter in FS Stimpel, S. 845.

Wert des jeweiligen Anteils durchaus auch vermindern kann. Solche Entscheidungen werden als von der Geschäftsführungskompetenz des Vorstands umfaßt angesehen und unterliegen allein der Leitungsmacht des Vorstands<sup>401</sup>.

Die damit einhergehenden Nachteile, Liquiditätsverlust oder Verschuldung, sind nicht dergestalt, dass sie über anderweitige Schutzmechanismen hinaus die Einschaltung der Hauptversammlung zur Abgabe eines Übernahmeangebots gebieten müßten. Diese Zuständigkeitsverteilung erscheint unbedenklich, wenn der Erwerb der Mitgliedschaftsrechte der untergehenden Gesellschaft gegen bar erfolgt; denn dann geschieht nur eine, gewiß oft sehr bedeutende Umschichtung des Anlagevermögens<sup>402</sup>.

In der Vergangenheit hat sich gezeigt, dass insbesondere die großen Übernahmen, also in Höhe von einigen Milliarden, meist in Form eines Tauschangebots vorgelegt wurden, da in diesen Fällen die Beschaffung von Barkapital in dieser Größenordnung zur Finanzierung der Übernahme kaum noch möglich ist. So auch die Übernahme der Mannesmann AG durch die Vodafone Airtouch Plc. Anfang 2000, bei welcher Vodafone den Mannesmannaktionären pro Mannesmannaktie eigene Vodafoneaktien geboten hat. Danach entstand Vodafone ein Abschreibungsbedarf in Höhe von 485 Milliarden DM. In dieser Situation stellt der Aktientausch eine Alternative dar. Problematisch erscheint bei diesem Vorgang hingegen, dass dem Charakter fusionsähnlicher Verbindungen entsprechend, bei dem Erwerb von Unternehmensbeteiligungen im Austausch gegen eigene Mitgliedschaftsrechte nicht nur eine Umschichtung des Vermögens der aufnehmenden Gesellschaft erfolgt, sondern zugleich in die Gesellschafterstruktur des Bieters eingegriffen wird<sup>403</sup>.

#### **4.2. Das Tauschangebot**

Soll das Übernahmeangebot in Form eines öffentlichen Tauschangebots vorgenommen werden, also im Tausch mit Aktien des Bieters, so bringt dies zunächst für die Anteilseigner der Bietergesellschaft die Gefahr der Verwässerung vorhandener Beteiligungen mit sich. Die Stimmrechtsquote geht durch die Erweiterung des Aktionärskreises relativ zurück, was mit einer Verringerung des Anteilseignereinflusses auf die Bietergesellschaft verbunden ist<sup>404</sup>.

---

<sup>401</sup> Vgl. Daum, S. 93.

<sup>402</sup> Vgl. Lutter in Beilage Nr. 21 zu DB 46/73, S. 7.

<sup>403</sup> Vgl. Lutter in Beilage Nr. 21 zu DB 46/73, S. 7.

<sup>404</sup> Vgl. Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1109; Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, S. 17.

In aller Regel werden diese, den Aktionären der Zielgesellschaft angebotenen Aktien der Bietergesellschaft im Rahmen einer Kapitalerhöhung ausgegeben. Diese mittels Kapitalerhöhung finanzierten Umtauschangebote führen zwar zu einer relativen Verminderung der Stimmrechtsquote und des Einflusses der Anteilseigner der Bietergesellschaft, doch kann schon hier im voraus gesagt werden, dass die Berücksichtigung ihrer Interessen und Rechte auf zweierlei Weise gewährleistet ist: Zum einen durch ihre Einschaltung in das Verfahren der Kapitalerhöhung und zum anderen durch einen sachlichen Rechtfertigungsgrund bei einem eventuell damit verbundenen Bezugsrechtsausschluss<sup>405</sup>.

Grundsätzlich dient das Bezugsrecht dem einzelnen Aktionär dazu, seine mitgliederschaftliche und vermögensmäßige Stellung in der Gesellschaft auch im Falle der Kapitalerhöhung zu erhalten. Da der Umfang des Stimmrechts des einzelnen Aktionärs in der Hauptversammlung und damit sein Einfluß auf die Geschäftspolitik der Gesellschaft sich nach dem Verhältnis seines Aktienanteils zum Grundkapital bemißt (§134 Abs. 1 Satz 1 AktG), sinkt seine relative Stimmkraft, wenn das Grundkapital erhöht wird und der Aktienanteil des einzelnen Aktionärs gleich bleibt. Das Bezugsrecht gibt dem Aktionär eine Handhabe, diese für ihn unerwünschte Konsequenz zu vermeiden. Das den Aktionären gemäß §186 Abs. 1 AktG gesetzlich zustehende Bezugsrecht dient also der Kompensation des mit einer Kapitalerhöhung drohenden Verlusts des Anteilseignereinflusses<sup>406</sup>.

#### **4.2.1. Der Bezugsrechtsausschluss**

Darüber hinaus besteht aber die Möglichkeit, die Kapitalerhöhung mit einem Bezugsrechtsausschluss zu verbinden. Die §§186 Abs. 3 und 4 AktG regeln den Bezugsrechtsausschluss durch Beschluss der Hauptversammlung. Danach kann die Hauptversammlung in demselben Beschluss, mit dem sie die Kapitalerhöhung selbst beschließt, auch das Bezugsrecht ausschließen. Die Beschlussfassung über die Kapitalerhöhung und der Ausschluss des Bezugsrechts müssen unzertrennlicher Bestandteil ein und desselben Beschlusses sein. Da der Bezugsrechtsausschluss einen schwerwiegenden Eingriff in die Interessen der Aktionäre darstellt, bedarf es darüber hinaus gemäß §186 Abs. 4 AktG eines im Gesellschaftsinteresse liegenden sachlichen Rechtfertigungsgrund-

---

<sup>405</sup> Vgl. Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer, S. 64.

<sup>406</sup> Vgl. Würdinger, S. 242; Eisenhardt, S. 282.

des.

Wie der sachliche Rechtfertigungsgrund auszusehen hat, kann hier offen gelassen werden. Entscheidend ist, dass die Aktionäre durch das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses sowohl bei der Kapitalerhöhung als auch bei dem Bezugsrechtsausschluss hinreichend geschützt sind, und zumindest im Vorfeld einer Übernahme durch Tauschangebot aktiv mitwirken können. Denn erst durch die Absegnung der Ausgabe zusätzlicher Aktien durch die Hauptversammlung des Bieters kann der Vorstand letztendlich den Aktionären der Zielgesellschaft ein Angebot zum Kauf ihrer Aktien im Tausch eigener offerieren<sup>407</sup>.

#### **4.2.2. Der Bezugsrechtsausschluss bei genehmigten Kapital**

Während bei der gewöhnlichen Kapitalerhöhung die Entscheidung aller wesentlichen Fragen durch Beschluss der Hauptversammlung unmittelbar erfolgt und der Vorstand verpflichtet ist, den Erhöhungsbeschluss auszuführen, besteht die Bedeutung des genehmigten Kapitals im Sinne der §§202 ff. AktG darin, dass der Vorstand durch Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung dazu befugt ist, innerhalb der durch den Hauptversammlungsbeschluss gezogenen Grenzen nach eigenem Ermessen die Kapitalerhöhung durchzuführen. Der Vorstand kann dabei nicht nur ermächtigt werden, das Grundkapital bis zu einem bestimmten Nennbetrag durch Ausgabe neuer Aktien gegen Einlagen zu erhöhen, sondern auch dazu, über den Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre zu entscheiden (§203 Abs. 2 AktG). Der Sinn und Zweck ist, wie schon in Kapitel 2 angesprochen, dass die Aktiengesellschaft mehr Bewegungsfreiheit und Handlungsspielraum bei der Beschaffung von Kapital, insbesondere im Hinblick auf den Erwerb von Unternehmensbeteiligungen erlangt. Der Hauptversammlungsbeschluss hat die Ermächtigung des Vorstands zum Gegenstand, die diesen in die Lage versetzt, anstelle der Hauptversammlung über eine Kapitalerhöhung zu bestimmen. Dabei wird dem Vorstand die Entscheidung überlassen, ob überhaupt, und gegebenenfalls wann und in welchem Umfang eine Kapitalerhöhung stattfindet. Die Stellung des Vorstands wird dadurch wesentlich gestärkt. Die Schaffung genehmigten Kapitals ist insbesondere

---

<sup>407</sup> Vgl. Eisenhardt, S. 283: „Nach Ansicht des BGH ist der Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre nur dann zulässig, wenn er aus einer auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung bezogenen Beurteilung – unter gebührender Berücksichtigung der für die zum Bezug ausgeschlossenen Aktionäre eintretenden Folgen - durch sachliche Gründe im Interesse der Gesellschaft gerechtfertigt ist. In diese Prüfung ist die Abwägung der Interessen und der Verhältnismäßigkeit von Mittel und Zweck einzubeziehen.“

in Bezug auf Unternehmensübernahmen für den Vorstand ein äußerst interessantes Mittel, um sich ein flexibles Handeln im Übernahmeverfahren zu sichern. Denn der Vorstand kann im Rahmen seiner Ermächtigung eigenmächtig entscheiden, in welchem Umfang und zu welchem Zeitpunkt die Kapitalerhöhung zur Finanzierung der Übernahme durchzuführen ist, und kann weiterhin dadurch bei der Gestaltung des Übernahmeangebots äußerst freizügig agieren.

Dabei besteht auch im Rahmen des genehmigten Kapitals die Möglichkeit, einen Bezugsrechtsausschluss anzuordnen. Danach kann der Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung das Bezugsrecht gemäß §203 Abs. 1 AktG selbst ausschließen oder gemäß §203 Abs. 2 AktG dem Vorstand die Ermächtigung erteilen, dass er selbst durch einen Vorstandsbeschluss über einen Bezugsrechtsausschluss entscheidet<sup>408</sup>.

Die Rechtsprechung hat zwischen 1982 bis 1997 für den Bezugsrechtsausschluss bei genehmigten Kapital die gleichen strengen Anforderungen gestellt wie bei dem Bezugsrechtsausschluss durch einen Hauptversammlungsbeschluss bei einfacher Kapitalerhöhung<sup>409</sup>. Das bedeutete, dass eine mehrstufige Rechtmäßigkeitsprüfung auch beim Bezugsrechtsausschluss bei genehmigten Kapital stattfinden musste. Diese Rechtsprechung hat der BGH im Jahre 1997 (BGHZ 136, 133)<sup>410</sup> ausdrücklich aufgegeben. Maßgeblich dafür war die Erkenntnis, dass die Anforderungen, die der BGH bislang an den Bezugsrechtsausschluss bei genehmigten Kapital gestellt hatte, nach den Erfahrungen in der Praxis der Unternehmen zu streng und nicht praktikabel waren. Weil nach der bisherigen Rechtsprechung bereits im Beschlusszeitpunkt feststehen musste, dass der Ausschluss des Bezugsrechts durch sachliche Gründe im Interesse der Gesellschaft gerechtfertigt ist, und weil zur entsprechenden Prüfung durch die Aktionäre konkrete Tatsachen offengelegt werden mussten, sei ein Bezugsrechtsausschluss vor Eintritt in das konkrete Verhandlungsstadium nicht möglich gewesen. Die strengen Maßstäbe der Rechtspre-

<sup>408</sup> Vgl. Kindler in ZGR 1/98, S. 37; Eisenhardt, S. 279, Hüffer, Komm. z. AktG, §203 Rn. 8.

<sup>409</sup> So der BGH in seiner Entscheidung BGHZ 83, 319, dem sog. Holzmann-Urteil, in der er das Erfordernis der Verhältnismäßigkeit aufgestellt hat.

<sup>410</sup> Vgl. Schumann, S. 56: „Gegenstand dieses BGH-Urteils vom 23.06.1997, dem sog. Siemens/Nold-Urteil, war ein Hauptversammlungsbeschluss der Siemens AG zur Schaffung eines genehmigten Kapitals unter Ausschluss des Bezugsrechts. Der Bezugsrechtsausschluss sollte die Gewährung von eigenen Aktien an Arbeitnehmer, aber auch den Erwerb von Beteiligungen in geeigneten Einzelfällen gegen Überlassung von Stammaktien der Siemens AG ermöglichen. Konkretere Angaben zum Zweck des Bezugsrechtsausschlusses enthielt der Bericht des Vorstands nicht. Während der Bezugsrechtsausschluss zur Ausgabe von Belegschaftsaktien nach der bisherigen Rechtsprechung unproblematisch war, widersprach die in nur einem einzigen Satz enthaltene Begründung zum Bezugsrechtsausschluss zwecks Beteiligungserwerbs praktisch allem, was dazu in den vergangenen zehn Jahren judiziert und geschrieben worden ist.“

chung nahmen somit dem Institut des genehmigten Kapitals die Flexibilität, die den Unternehmen zur Verfügung stehen muss, um auf den nationalen oder internationalen Markt rasch und erfolgreich auf vorteilhafte Angebote oder sich sonst bietende Gelegenheit zu reagieren und Möglichkeiten zur Unternehmenserweiterung im Interesse der Gesellschaft und ihrer Aktionäre ausnutzen zu können<sup>411</sup>. Der BGH argumentiert also mit dem Normzweck der §§202 ff. AktG<sup>412</sup>.

Einschränkend weist der BGH in seinem Urteil daraufhin, dass der Vorstand von der Ermächtigung zur Kapitalerhöhung und zum Bezugsrechtsausschluss nur dann Gebrauch machen dürfe, wenn das konkrete Vorhaben seiner abstrakten Umschreibung entspreche und auch im Zeitpunkt seiner Realisierung noch im „wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft“ liege. Der Vorstand habe dies im Rahmen seines unternehmerischen Ermessens sorgfältig zu prüfen. Die Ermahnung des Vorstands zu sorgfältiger Prüfung einerseits und die Betonung des unternehmerischen Ermessens andererseits gelte dabei sowohl für den Fall, dass die Hauptverwaltung selbst das Bezugsrecht ausschließt, als auch dann, wenn sie den Vorstand dazu ermächtigt. Damit entfällt jedenfalls das bisher verlangte Erfordernis der Verhältnismäßigkeit<sup>413</sup>. Der Hauptversammlung obliegt es demnach in beiden Fällen nur zu prüfen, ob die abstrakt beschriebene Maßnahme, beispielsweise ein Beteiligungserwerb, einen Bezugsrechtsausschluss grundsätzlich zu rechtfertigen vermag<sup>414</sup>.

Die Kapitalerhöhung im Wege des genehmigten Kapitals ist eine mehrstufige Kapitalmaßnahme: In der hier interessierenden Variante (§203 Abs. 1 AktG) erfolgt zunächst die Ermächtigung des Vorstands zur Kapitalerhöhung, wobei die Hauptversammlung gleichzeitig dem Grunde nach über den Bezugsrechtsausschluss entscheidet. Auf der zweiten Stufe macht der Vorstand von dieser Ermächtigung unter Mitwirkung des Aufsichtsrats gemäß §204 Abs. 1 Satz 2 AktG Gebrauch.

Die einzelnen Anforderungen an die Umsetzung der Ermächtigung zur Kapitalerhöhung und einem damit verbundenen Bezugsrechtsausschluss sollen hier nicht im Detail untersucht werden. Dies würde den Rahmen der Arbeit sprengen. Es sei aber erwähnt, dass bei der Umsetzung der Kapitalerhöhung eine Übereinstimmung mit dem Unternehmensgegenstand und der tatsächlichen Lage mit der abstrakten Umschreibung des Vor-

---

<sup>411</sup> Vgl. BGHZ 136, S. 133 ff.; Eisenhardt, S. 286; Kindler in ZGR 1/98, S. 40.

<sup>412</sup> Vgl. Schumann, S. 58.

<sup>413</sup> Vgl. Eisenhardt, S. 286.

<sup>414</sup> Vgl. BGHZ 136, S. 140.

habens im Ermächtigungsbeschluss vorliegen und, wie bereits erörtert, das Vorhaben dem wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft entsprechen muss. Die vom Vorstand beabsichtigte Übernahme durch Abgabe eines Übernahmeangebots muss folglich der Umschreibung des Vorhabens im Ermächtigungsbeschluss entsprechen und im wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft stehen<sup>415</sup>.

Kritik an dem neu eingeschlagenen Weg des BGH ist natürlich nicht ausgeblieben. *Lutter* beispielsweise, sieht aufgrund der Aufgabe des Konkretheitserfordernisses und wegen der Zulassung abstrakt formuliert Ermächtigungsbeschlüsse die Gefahr einer „Selbstentmündigung“ der Hauptversammlung auf Zeit<sup>416</sup>. In der Tat könnte man die Frage stellen, ob mit der praktischen Umsetzung des Siemens/Nold-Urteils ein Verlust an Herrschaftsrechten der Aktionäre verbunden ist, der mit der Systematik der aktienrechtlichen Kompetenzordnung nicht mehr vereinbar ist. Soll also die Hauptversammlung befugt sein, im Wege einer abstrakten Ermächtigung zur Erhöhung des Grundkapitals nach §§202 ff. AktG die Entscheidung etwa über die Durchführung und Finanzierung eines Unternehmenskaufs auf Vorstand und Aufsichtsrat zu delegieren?

*Lutter* hat das Urteil gar „ein Unglück genannt“. Es sei „ein Jammer“ und weise gravierende Mängel auf. Er spricht vom „Gang des Vorstands mit dem Einkaufskorb durch die Lande und mit Aktien der Gesellschaft als Zahlungsmittel im Geldbeutel“. An anderer Stelle entwirft er das Szenario einer „Undercover - Einkaufstour des Vorstands durch die Republik“ als möglicher Folge des Urteils, von der die Aktionäre dann erst später aus der Zeitung erfahren<sup>417</sup>. Dies dürfte nach allen Beobachtungen in der Tat nicht ganz unwahrscheinlich sein, doch ist zu berücksichtigen, dass es ja gerade die Absicht des Gesetzgebers gewesen ist, die Entscheidungsmacht des Vorstands bei Kapitalmaßnahmen durch die §§202 ff. AktG zu stärken.

Dabei stellt sich die Frage nach der Vereinbarkeit der Grundsätze aus dem Siemens/Nold-Urteil mit denen aus der Holz Müller-Entscheidung, insbesondere hinsichtlich Vorstandsentscheidungen über die Nutzung eines genehmigten Kapitals.

---

<sup>415</sup> Vgl. Schumann, S. 58: „Mit dem Siemens/Nold-Urteil des BGH findet die richterliche Rechtsfortbildung zur sachlichen Rechtfertigung eines Bezugsrechtsausschlusses im Aktienrecht ihren vorläufigen Schlusspunkt – inzwischen hat der BGH dies im Urteil vom 15.05.2000 zum Fall „Adidas“ nochmals bestätigt.“

<sup>416</sup> Vgl. Lutter in JZ 1/98, S. 51.

<sup>417</sup> Vgl. Lutter/Leinekugel in ZIP 19/98, S. 812; Lutter in JZ 1/98, S. 52; Schumann, S. 59.

Denn Kapitalmaßnahmen wie etwa die Schaffung und Nutzung eines genehmigten Kapitals zählen sicherlich zu den grundlegenden Strukturentscheidungen im Sinne des Holzmüller-Urteils, erst recht wenn sie dem Erwerb größerer Unternehmensbeteiligungen dienen und mit einem Bezugsrechtsausschluss verbunden sind, denn sie berühren die Mitgliedschaft der Aktionäre in ihrem Kern. Nach dem Siemens/Nold-Urteil reicht jedoch künftig auch beim genehmigten Kapital zum Erwerb von Unternehmen oder Beteiligungen ein abstrakter Ermächtigungsbeschluss aus. Gleichwohl scheint es einen großen Unterschied zu geben zwischen der im Holzmüller-Urteil zu behandelnden Situation einer Ausgliederung wesentlicher Unternehmensteile ohne Mitwirkung der Hauptversammlung einerseits und einer Entscheidung des Vorstands über die Nutzung des genehmigten Kapitals unter Bezugsrechtsausschluss andererseits: Der Nutzung des genehmigten Kapitals liegt ja stets ein wenn auch abstrakt gefasster Hauptversammlungsbeschluss, nämlich der Ermächtigungsbeschluss, zugrunde, so dass hier jedenfalls nicht davon gesprochen werden kann, der Vorstand habe die Hauptversammlung völlig übergangen. Wer den Vorstand seiner Aktiengesellschaft als Aktionär in abstrakter Form zu einer Nutzung des genehmigten Kapitals unter Bezugsrechtsausschluss zwecks Beteiligungserwerbs ermächtigt, der muss damit rechnen, dass der Vorstand von dieser Ermächtigung eines Tages Gebrauch machen wird. Dabei darf sich der Aktionär später nicht übergangen fühlen, wenn die konkrete Entscheidung ohne seine weitere Mitwirkung getroffen wird.

Das entscheidende Problem in dem hier interessierenden Zusammenhang ist, ob die im Siemens/Nold-Urteil zugelassene Delegation originärer Hauptversammlungsaufgaben an den Vorstand durch einen abstrakt gefassten Ermächtigungsbeschluss und vor allem ohne weitere Differenzierung nach der wirtschaftlichen Bedeutung, welche die Angelegenheit für die Aktionäre und für das Unternehmen hat, auch noch im Einklang mit dem Holzmüller-Gedanken steht.

Betrachtet man die Holzmüller-Entscheidung, so lässt sich der Entscheidung nur entnehmen, dass die Aktionäre bei wichtigen Strukturentscheidungen, wie sie auch der Erwerb einer Beteiligung bei Überschreiten einer gewissen Relevanzschwelle darstellt, nicht völlig übergangen werden dürfen. Dies könnte nun bedeuten, dass es bei der bezugsrechtsfreien Nutzung eines genehmigten Kapitals zwar nicht immer, aber doch wegen der Tragweite wenigstens dann eines zusätzlichen Hauptversammlungsbeschlusses

über die konkrete Maßnahme bedarf, wenn der Bezugsrechtsausschluss zum Zweck eines größeren Unternehmens- oder Beteiligungserwerbs erfolgt, welcher an sich als grundlegende Strukturentscheidung einzuordnen wäre. Für den Bereich grundlegender Strukturentscheidungen bliebe es praktisch beim Konkretheitserfordernis, hier müßte der Vorstand trotz Vorliegen einer abstrakten Ermächtigung vor ihrer Nutzung erneut um Zustimmung der Hauptversammlung bitten. Nur bei nicht „holzmüllerpflichtigen“ Entscheidungen würde eine abstrakte Vorratsermächtigung genügen<sup>418</sup>.

Unklar bleibt bei der Holzmüller-Entscheidung aber, ob der BGH eine Delegation grundlegender Entscheidungen an den Vorstand ganz generell für unzulässig hielt (dann ließe sich der Widerspruch zum Siemens/Nold-Urteil nicht lösen) oder ob eine ausdrücklich beschlossene Ermächtigung des Vorstands zur Vornahme der Ausgliederung möglich und ausreichend gewesen wäre. Die Kernaussage der Holzmüller-Entscheidung ist jedenfalls, dass die Aktionäre bei wichtigen Strukturentscheidungen, wie sie auch der Erwerb einer Beteiligung bei Überschreiten einer gewissen Relevanzschwelle darstellt, nicht völlig übergangen werden dürfen. Unzulässig wäre, nimmt man die vom BGH aus §119 Abs. 2 AktG abgeleitete ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit bei grundlegenden Strukturentscheidungen einmal als eine den gesetzlichen Kompetenzvorschriften gleichgestellte Regel hin, wegen §23 Abs. 5 AktG jedenfalls eine globale Kompetenzzuweisung in der Satzung, durch die der Vorstand ganz allgemein ermächtigt wird, bei allen Strukturentscheidungen oder schwerwiegenden Eingriffen in die Rechte und Interessen der Aktionäre ohne deren Mitwirkung zu entscheiden<sup>419</sup>.

Will man das Holzmüller-Urteil nach der Siemens/Nold-Entscheidung nicht schon grundsätzlich in Frage stellen, so lässt sich der Konflikt, der sich im Überschneidungsbereich beider Urteile ergibt, nur auf eine einzige Art und Weise sachgerecht lösen, nämlich durch die verallgemeinernde Anwendung der Gedanken des Siemens/Nold-Urteils auf alle Holzmüller-Fälle<sup>420</sup>.

Für grundlegende Strukturentscheidungen gilt also künftig folgendes: Abstrakt gefasste, aber subsumierbar formulierte Ermächtigungen, sie sich auf einzelne Fallgruppen von Eingriffen in die Aktionärsinteressen wie etwa auf den Erwerb einer größeren Beteiligung beziehen, stehen den vom BGH in der Holzmüller-Entscheidung angestellten Überlegungen nicht mehr grundsätzlich entgegen, solange es im Einzelfall keine anders-

---

<sup>418</sup> Vgl. Schumann, S.113.

<sup>419</sup> Vgl. Schumann, S. 115.

lautende gesetzliche Vorschrift gibt, die eine Mitwirkung der Aktionäre an der konkreten Entscheidung fordert. Das gilt auch für die Nutzung des genehmigten Kapitals<sup>421</sup>.

Die im Holz Müller-Urteil noch offen gelassene Frage nach der Zulässigkeit abstrakter Hauptversammlungsermächtigungen zur Legitimation von wesentlichen Eingriffen in die mitgliedschaftliche und vermögensrechtliche Stellung der Aktionäre ist damit beantwortet. Der Nebel um das Holz Müller-Urteil hat sich mit Hilfe der Siemens/Nold-Entscheidung etwas gelichtet, die „Villa Holz Müller“ ist transparenter geworden.

Beim genehmigten Kapital trägt also bereits das Gesetz selbst der nach dem Holz Müller-Urteil notwendigen Beteiligung der Hauptversammlung Rechnung, indem es diese Maßnahme der allgemeinen Geschäftsführungsbefugnis des Vorstands (§76 Abs. 1 AktG) entzieht und einen entsprechenden Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung verlangt.

Die mit dem Siemens/Nold-Urteil ermöglichte Erteilung abstrakter Vorratsermächtigungen steht also nicht im Widerspruch zur Zuständigkeitsordnung des Aktiengesetzes und den ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen, von denen das Holz Müller-Urteil ausgeht. Als notwendige Beteiligung der Aktionäre an der Entscheidung über die Kapitalmaßnahme genügt beim genehmigten Kapital eine abstrakt formulierte und begründete Ermächtigung, und zwar selbst dann, wenn das genehmigte Kapital zur Finanzierung eines Unternehmenserwerbs verwendet wird, der als grundlegende Strukturentscheidung einzustufen wäre<sup>422</sup>.

Insgesamt lässt sich somit der Ermächtigungsbeschluss nach dem Siemens/Nold-Urteil in das im Zuge der Holz Müller-Doktrin entstandene System von Organkompetenzen einordnen. Der Hauptversammlungsbeschluss, sei er im Sinne des Holz Müller-Urteils die alleinige und endgültige Entscheidung des Grundorgans, sei er bloße Ermächtigung der Verwaltung, ist jedenfalls eine unternehmerische Entscheidung. Sie kann wie stets auf Einhaltung der allgemeinen Schranken, insbesondere auch der Treuepflicht, überprüft werden, weil auch eine mit qualifizierter Mehrheit zustande gekommene Maßnahme das Bedürfnis nach Minderheitenschutz nicht ganz beseitigen kann. Damit soll nicht zuletzt dem Umstand Rechnung getragen werden, dass schwierige und komplexe, zudem oftmals eilbedürftige Angelegenheiten bei der Hauptversammlung der Aktienge-

---

<sup>420</sup> Vgl. Westermann in FS Koppensteiner, S. 274.

<sup>421</sup> Vgl. Schumann, S. 116.

<sup>422</sup> Vgl. Schumann, S. 117.

sellschaft, jedenfalls soweit es sich um eine Publikumsgesellschaft handelt, nicht eben am besten aufgehoben sind. Gegenüber der Zeit des Holz Müller-Urteils, in dem ein gewisses Bedürfnis zum Ausdruck kam, die diskretionäre Verwaltungsmacht einzuschränken, haben sich die Zeiten insofern geändert, als die Realisierbarkeit der Organverantwortung insbesondere des Vorstands deutlicher ins Bewusstsein gerückt ist, hauptsächlich durch das ARAG-Urteil des BGH, obwohl dies auch die Grenzen der Verantwortlichkeit für unternehmerische Ermessens- und Prognoseentscheidungen betont hat. Deshalb sollte der Hauptversammlung nicht verwehrt werden, dem Vorstand das Vertrauen entgegenzubringen, das auch das Aktiengesetz grundsätzlich für erforderlich und berechtigt gehalten hat<sup>423</sup>.

Ein hinreichendes Mitwirken der Aktionäre ist damit gegeben. Zwar nicht unmittelbar bei der Abgabe des Tauschangebots, jedoch im Vorfeld im Rahmen der Erteilung des Ermächtigungsbeschlusses über das genehmigte Kapital mit Bezugsrechtsausschluss, in dem die Hauptversammlung den Ermächtigungsrahmen genau festlegt, den der Vorstand einzuhalten hat und nicht berechtigt ist, zu überschreiten<sup>424</sup>. Dies ist dann der Fall, wenn die Hauptversammlung in ihrem Ermächtigungsbeschluss als Zweck des genehmigten Kapitals mit Bezugsrechtsausschluss den Unternehmenskauf angegeben hat.

### **4.3. Ergebnis**

Das Holz Müller-Urteil ist dahingehend zu interpretieren, dass die Annahme ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten bei schwerwiegenden Eingriffen in die Rechte und Interessen der Aktionäre nicht nur auf konzernspezifische Fragen und damit verbundene Ausgliederungen beschränkt ist. Grundsätzlich steht einer Übertragung dieser Grundsätze auf den Beteiligungserwerb nichts entgegen. Dabei zeigt sich zwar, dass mit dem Beteiligungserwerb aufgrund öffentlicher Übernahmeangebote Eingriffe in die Aktionärsstellung bzw. eine Mediatisierung des Aktionäreinflusses verbunden sein können. Sie erreichen indes nicht jenes Maß, das man als schwerwiegenden Eingriff gemäß dem Holz Müller-Urteil in das rechtliche Substrat der Mitgliedschaft qualifizieren dürfte<sup>425</sup>. Bei einem Barangebot ist die mitgliedschaftliche Stellung der Aktionäre nicht

---

<sup>423</sup> Vgl. Westermann in FS Koppensteiner, S. 275.

<sup>424</sup> Vgl. Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1109.

<sup>425</sup> Vgl. Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, S. 64; Lutter in FS Stimpel, S. 845.

unmittelbar beschränkt, sondern vielmehr nur vermögensrechtliche Interessen. Hier fällt die Entscheidung über die Ausgestaltung und Abgabe des Übernahmeangebots in den Geschäftsbereich des Vorstands, so dass von einem Verlust von Entscheidungsbefugnissen der Aktionäre nicht gesprochen werden kann. Im Rahmen einer Übernahme durch Tauschangebot ist die Stellung der Aktionäre nicht durch einen schwerwiegenden Eingriff belastet, der das Mitwirken der Hauptversammlung erfordern würde. In diesem Fall sind die Interessen der Aktionäre durch die Vorschriften über das genehmigte Kapital und der dazu entwickelten Rechtsprechung hinreichend geschützt. Auch die neuere Ansicht des BGH ändert daran nichts, weil der Hauptversammlung genügend Mitwirkungsbefugnis durch den Ermächtigungsbeschluss zum genehmigten Kapital schon im Vorfeld des Übernahmeangebots eingeräumt wird. Ein weiteres Mitwirken der Aktionäre unmittelbar im Übernahmeverfahren würde ihren Kompetenzbereich überschreiten und gleichzeitig den des Vorstands beschränken.

Danach kann zumindest nach den Grundsätzen der Holz Müller-Entscheidung im Fall der Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots eine ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit nicht generell angenommen werden.

## **5. Die Lückenschließung durch Einzelanalogie**

Wie schon in Kapitel 2 festgestellt wurde<sup>426</sup>, steht §119 Abs. 1 AktG der Existenz ungeschriebener Kompetenzen der Hauptversammlung nicht entgegen, wenn diese in Analogie zu einzelnen Hauptversammlungskompetenzen aus dem Gesetz hergeleitet werden können.

### **5.1. Die Herleitung aus §179 AktG**

Die Abgabe eines Übernahmeangebots analog §179 AktG der Hauptversammlungszustimmung zu unterwerfen, kommt nur in Betracht, wenn die Gleichheit der berührten Interessen dessen analoge Anwendung gebieten<sup>427</sup>.

Über die Änderung des Unternehmensgegenstands beschließt die Hauptversammlung gemäß §179 Abs. 1 AktG, weil es allein den Aktionären obliegt, darüber zu befinden, ob das von ihnen zur Verfügung gestellte Kapital nunmehr anderen Zielen dienen soll als den ursprünglich in der Satzung festgelegten. Der Erwerb einer Unternehmensbetei-

<sup>426</sup> Vgl. in Kapitel 2, C. III c) 5.1.: Die Vereinbarkeit mit §119 Abs. 1 AktG.

<sup>427</sup> Vgl. Mecke, S. 179.

ligung ändert in der Regel nichts an diesen explizit in der Satzung festzuschreibenden Rahmenbedingungen. Regelmäßig wird die Aktiengesellschaft auch nach dem Erwerb einer Beteiligung das ihr statutarisch vorgegebene Handlungsprogramm weiterverfolgen. Etwas anderes gilt nur dann, wenn die Aktiengesellschaft eine Beteiligung an einem Unternehmen erwirbt, dessen Unternehmensgegenstand mit dem eigenen nicht übereinstimmt. Hierzu bedarf es einer Satzungsänderung nach §179 Abs. 1 AktG, da in diesen Fällen das Handeln des Vorstands nicht mehr durch den eigenen Unternehmensgegenstand gedeckt ist, da die Gesellschaft durch den Erwerb der Beteiligung darüber hinaus auch auf anderen Gebieten tätig ist. Die Bestimmung des Rahmens der Unternehmenstätigkeit ist aber gerade Bestandteil der Gestaltungsbefugnis der Aktionäre als Satzungsgeber. Eine rechtliche Umstrukturierung, etwa durch eine Satzungsänderung, obliegt aber allein der Hauptversammlung als Ausfluß des originären Eigentümerinteresses<sup>428</sup>.

Dies gilt jedoch nicht in derselben Weise für Maßnahmen des Vorstands innerhalb der rechtlichen Rahmenbedingungen, die die Aktionäre für die Verfolgung ihrer satzungsmäßigen Ziele gewählt haben<sup>429</sup>. In diesen einschlägigen Fällen sind die Maßnahmen des Vorstands von der Satzung ja gerade gedeckt, da der Vorstand die formellen Vorschriften und die Grenzen der Satzung beachtet hat. Da hier der Vorstand innerhalb der Satzungsautonomie handelt wird man nicht annehmen können, die Gesellschaft sei in ihren Grundlagen betroffen. Die Herleitung von Mitwirkungsbefugnissen der Hauptversammlung aus §179 AktG ist daher auszuschließen, wenn die Übernahme auf den Erwerb eines Unternehmens zielt, dessen Tätigkeitsbereich von dem Unternehmensgegenstand des Bieters gedeckt ist. Dabei liegt nur eine Veränderung der Unternehmensstruktur unterhalb der Schwelle einer notwendigen Satzungsänderung gemäß §179 Abs. 1 AktG vor. Schon die Spezialität des §179 AktG spricht gegen eine solche Herleitung. Er behandelt gerade nur die Satzungscompetenz und weist nur diese der Hauptversammlung zu. Letztendlich wäre es ein unzulässiges Vorgehen, Mitwirkungsbefugnisse der Hauptversammlung bei Übernahmeangeboten, die keine Erweiterung des Unternehmensgegenstands herbeiführen, die also unterhalb der Schwelle einer Satzungs-

---

<sup>428</sup> Vgl. in diesem Kapitel 3, A .II. b) 2.: Die Deckung durch den Unternehmensgegenstand.

<sup>429</sup> Vgl. Mecke, S. 183.

änderung angesiedelt sind und damit formal von der Satzung gedeckt sind, aus §179 AktG herleiten zu wollen<sup>430</sup>.

## **5.2. Die Herleitung aus §179a AktG**

Hinsichtlich eines Beteiligungserwerbs durch Übernahmeangebot wird man vorliegend zu dem Schluss kommen, dass man in Analogie zu §179a AktG keine ungeschriebenen Hauptversammlungszuständigkeiten herleiten kann. Denn gemäß dem vom BGH in der Holz Müller-Entscheidung aufgestellten Kriterium des schwerwiegenden Eingriffs, der bei einem Beteiligungserwerb innerhalb der Grenzen der Satzung nicht gegeben ist, kann eine Ausgliederung in diesem Sinne zu einer Beteiligung der Hauptversammlung führen, obwohl entgegen §179a AktG eine Weiterführung der Unternehmenstätigkeit trotzdem noch möglich ist. Danach ist das vom BGH aufgestellte Kriterium des schwerwiegenden Eingriffs weniger streng als die Übertragung des ganzen Gesellschaftsvermögens aus §179a AktG. Etwas anderes kann auch nicht für den Erwerb von Beteiligungen durch eine Bietergesellschaft gelten. Liegt aber schon kein schwerwiegender Eingriff nach den Grundsätzen der Holz Müller-Entscheidung vor, so ist die Einschlägigkeit des §179a AktG im Sinne einer Übertragung des ganzen Gesellschaftsvermögens erst recht zu verneinen.

Diese Systematik ist insbesondere bei der Übertragung auf den Beteiligungserwerb zu berücksichtigen. Letztlich handelt es sich bei der Beteiligung an einem anderen Unternehmen durch Übernahme ja gerade nicht um die Aufgabe eines Unternehmensteils, sondern um die Investition von Eigen- und Fremdkapital in die Erweiterung der Unternehmenstätigkeit. So bleibt festzuhalten, dass die Aktionäre nach der Übernahme keinen geringeren, sondern im Gegenteil einen größeren Einflußbereich erhalten, und somit keinem Totalverlust ausgesetzt sind. Dies gilt nicht nur für den Beteiligungserwerb durch ein öffentliches Übernahmeangebot sondern auch für den langsamen Ankauf von Anteilen über die Börse so wie für den Paketerwerb.

## **5.3. Die Herleitung aus §§291 Abs. 1, 293 Abs. 2 AktG**

Obwohl ein Unternehmensvertrag hinsichtlich seines Abschlusses eine Maßnahme der Geschäftsführung darstellt, bedarf er der Zustimmung der Hauptversammlung. Dabei hat die Hauptversammlung naturgemäß in all denjenigen Fällen mitzuentcheiden, in denen die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre unmittelbar berührt werden.

---

<sup>430</sup> Vgl. v. Rechenberg, S. 143.

Bei Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages nach §§291, 293 Abs. 2 AktG übernimmt das empfangende Unternehmen das jeweilige Ergebnis einer anderen Gesellschaft, für dessen Entstehen ihr Vorstand nicht verantwortlich gemacht werden kann. Der Gesellschaft wird das Ergebnis eines Geschäfts zugerechnet, das sie nicht geführt hat. Die Leitungskompetenz für das Geschäft, dessen Ergebnis der Gesellschaft gleichwohl zugerechnet wird, liegt bei keinem der Gesellschaftsorgane. Diese Leitungskompetenz, deren Ergebnis jetzt der empfangenden Gesellschaft zugerechnet wird, ist nicht zuvor von der Hauptversammlung in der Satzung bestimmt worden. Bei einer solchen Abweichung vom Organisationsschema der Aktiengesellschaft bedarf es der Zustimmung der Hauptversammlung<sup>431</sup>.

Bei der Übernahme durch ein öffentliches Übernahmeangebot ist die Lage zwar ähnlich, aber doch nicht völlig vergleichbar. Mit der Übernahme der Zielgesellschaft wird freilich auch das Geschäftsergebnis des Zielunternehmens mitübernommen, aber dieses wurde innerhalb eines Geschäftsbereichs erzielt, der mit dem Unternehmensgegenstand des Bieters übereinstimmt. Und bei der Festlegung dieser Geschäftstätigkeit hat die Hauptversammlung als Satzungsgeber im Rahmen der Bestimmung des Unternehmensgegenstandes mitgewirkt. Ist dies nicht der Fall, d.h., stimmt der Unternehmensgegenstand der Zielgesellschaft mit dem des Bieters nicht überein, besteht bereits die Notwendigkeit der Zustimmung der Hauptversammlung des Bieters zur Übernahme wegen Satzungsänderung gemäß §179 Abs. 1 AktG.

Bei Abschluss eines Beherrschungsvertrages unterstellt das beherrschte Unternehmen durch Vertrag die Leitung ihrer Gesellschaft einem anderen Unternehmen. Damit wird §76 Abs. 1 AktG außer Kraft gesetzt. Im Gegenzug übernimmt die herrschende Gesellschaft das Risiko für ein Unternehmen, das der Vorstand einer anderen Gesellschaft leitet. Der Vorstand der herrschenden Gesellschaft hat lediglich die Weisungsberechtigung nach §308 Abs. 1 AktG, die aber die eigene Leitung nicht ersetzt. Der Vorstand kann daher auch vom Aufsichtsrat für dieses Geschäft nur im Rahmen der Pflicht zur Steuerung und Kontrolle der Tochtergesellschaft verantwortlich gemacht werden. Dies verändert die Verfassung der Gesellschaft. Deshalb ist das Erfordernis der Zustimmung der Hauptversammlung verständlich<sup>432</sup>.

---

<sup>431</sup> Vgl. Kallmeyer in DB 40/89, S. 2009.

<sup>432</sup> Vgl. Eisenhardt, S. 484; Kallmeyer in DB 40/89, S. 2009.

Bei der Übernahme wird der Bieter in der Regel sein Ziel darauf gerichtet haben, die Zielgesellschaft vollständig zu übernehmen, so dass er auch die Geschäftsführung in dem neu erworbenen Unternehmen bestimmen kann, und nicht nur das Recht zur Weisungserteilung besitzt und dabei die Geschäftsführung bei dem Vorstand der Zielgesellschaft verbleibt. Gegebenenfalls wird die Zielgesellschaft vollständig in die Bietergesellschaft integriert, so dass der Vorstand des Bieters unmittelbar die Geschäfte führen kann, und damit auch unmittelbar dem Aufsichtsrat und der Hauptversammlung verantwortlich ist. Sollten sich die Unternehmensgegenstände nicht decken, so ist auch hier die Zustimmung der Hauptversammlung gemäß §179 Abs. 1 AktG einzuholen, aber nur in diesem Fall.

## **B. Die Geheimhaltung der Übernahmeabsichten**

Bei der Überlegung, ob es nun sinnvoll und rechtlich notwendig erscheint, bei feindlichen Übernahmen durch öffentliche Übernahmeangebote der Hauptversammlung ein Mitspracherecht in Form ungeschriebener Kompetenzen zu zuschreiben, ist zu beachten, dass feindliche Übernahmen durchaus auch förderungswerte Resultate hervorbringen können. Oftmals liegt der gebotene Preis für die Anteile der Aktionäre der Zielgesellschaft weit über dem Wert, der an der Börse erzielt werden könnte<sup>433</sup>. Für die meist ohnehin renditeorientierten Publikumsaktionäre bedeutet dies in der Mehrzahl der Fälle einen erheblichen Vorteil<sup>434</sup>. Dabei kann das übernommene Unternehmen oft in einem Unternehmensverbund aufgenommen werden und ebenfalls von Synergieeffekten oder der Finanzkraft des Übernehmenden profitieren und sich von eventuell ineffektiv arbeitenden Vorständen trennen. Dem Bieter können sich durch die Übernahme die Ausweitung der Produktpalette, der Zugang zu neuen Märkten, der Austausch von „Know-how“ oder einfach weiteres Einsparpotenzial ergeben und somit ein noch wirtschaftlicheres Führen des Unternehmens. Darüber hinaus dienen Übernahmen auch dem erstrebenswerten Ziel nach einem freien Markt für Unternehmenskontrolle.

Es besteht somit keine Veranlassung, feindliche Übernahmen durch rechtliche Konstruktionen zu behindern. Lediglich der Aktionärsschutz sollte die Grenze bei der Durchführung von Übernahmen bilden. Ganz entscheidend hängt der Erfolg eines Übernahmeversuchs sowohl im Falle eines creeping-takeover, als auch bei öffentlichen

<sup>433</sup> Vgl. Hauschka/Roth in AG 7/88, S. 182.

<sup>434</sup> Vgl. Sünner in AG 9/87, S. 279; Peltzer in ZIP 2/89, S. 72.

Übernahmeangeboten und Paketkäufen von der Geheimhaltung und der Schnelligkeit der Durchführung ab. Verlangt man nun beim Beteiligungserwerb die Zustimmung der Hauptversammlung, sei es grundsätzlich oder erst nach Erreichen einer Maßgeblichkeitsschwelle, so würden feindliche Übernahmen gänzlich erschwert. Die Publizität von Hauptversammlungen verhindert jegliche Geheimhaltung. Ein Hauptversammlungsbeschluss vor Veröffentlichung des Übernahmeangebots ließe dem Management des Zielunternehmens Zeit, Gegenmaßnahmen einzuleiten. Die Hauptversammlung ist weiterhin auch nicht das Organ, welches schnell und flexibel reagieren kann, ein Erfordernis, das für den Erfolg feindlicher Übernahmen von entscheidender Bedeutung sein kann<sup>435</sup>. Doch gerade von der Überraschungswirkung auf das Management der Zielgesellschaft und dem durch die Fristbegrenzung des Angebots erzeugten Entscheidungsdruck, unter welchen die Aktionäre gesetzt werden, profitiert das feindliche Übernahmeangebot im besonderen. Einerseits muss sich das Management der Zielgesellschaft unter enormen Zeitdruck darüber einig werden, ob und gegebenenfalls, welche möglichen Abwehrmaßnahmen es treffen kann. Andererseits ist der Anreiz für die Aktionäre, ihre Aktien zu einem in der Regel deutlich über dem Börsenkurs liegenden Preis abgeben zu können naturgemäß sehr groß, noch dazu, wenn das Übernahmeangebot auf einen kurzen Zeitraum befristet ist. Dabei wird der renditeorientierte Kleinaktionär dieser Versuchung selten widerstehen können und diese Gelegenheit wahrnehmen<sup>436</sup>.

Die Notwendigkeit ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen würde die Attraktivität des feindlichen Übernahmeangebots mit allen seinen Vorteilen erheblich schmälern, eventuell sogar gänzlich vereiteln. Als normale Geschäftsführungsmaßnahme ist es wie der sukzessive Erwerb über die Börse oder der Paketerwerb dem Kompetenzbereich des Vorstands zuzuweisen. Dies kann jedoch nur, wie schon untersucht, insoweit gelten, als der Unternehmensgegenstand und die Satzung den Beteiligungserwerb durch den Vorstand nicht ausschließen<sup>437</sup>.

### **C. Der zeitliche Ablauf der Übernahme**

Die Durchführung eines Übernahmeverfahrens durch Abgabe einer Offerte ist durch einen zeitlich festgesetzten Ablauf gekennzeichnet. Innerhalb einer bestimmten, von

---

<sup>435</sup> Vgl. Daum, S. 99.

<sup>436</sup> Vgl. Otto in Beilage Nr. 12 zu DB 29/88, S. 4.

<sup>437</sup> Vgl. Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1111.

dem Bieter gesetzten Frist, haben die Aktionäre der Zielgesellschaft die Möglichkeit, das Angebot des Bieters anzunehmen. Dabei ist es möglich, dass sich ein Dritter in das Übernahmeverfahren einschaltet, ein sog. white knight, der ein für die Aktionäre der Zielgesellschaft attraktiveres Angebot abliefert. In dieser Situation wird der Vorstand des Bieters sein Angebot überdenken und gegebenenfalls erhöhen oder andere Optionen einarbeiten. Dies wird kurzfristig und flexibel auf die jeweilige Situation im Übernahmekampf zu entscheiden sein, schon allein um den zeitlichen Druck durch die Fristbegrenzung des Angebots auf die Aktionäre der Zielgesellschaft bei ihrer Entscheidung über die Annahme des Angebots aufrecht zu erhalten<sup>438</sup>. Würde man bei der Abgabe des konkreten Übernahmeangebots ein Mitwirken der Hauptversammlung voraussetzen, so müßte man die Hauptversammlung folgerichtig auch bei jeder Änderung des abgegebenen Übernahmeangebots mit einbeziehen. Dabei ergäben sich erhebliche praktische Probleme.

Die Frist für die Einberufung einer Hauptversammlung beträgt einen Monat (§121 Abs. 3 AktG), wobei die Tagesordnung bei der Einberufung bekanntzumachen ist (§124 Abs. 1 AktG). Allein schon diese langen Fristen erschweren eine flexible Reaktion der Verwaltung auf sich verändernde Rahmenbedingungen, zumal im Bereich der Unternehmensverträge diese bei der Einberufung schon vorliegen müssen. Hinzu kommt, dass die Abhaltung einer Hauptversammlung nicht gerade billig ist. Daher ist die Bemerkung von *Westermann*, die „praktische Notwendigkeit gebiete, dass eine Inflation von Hauptversammlungen vermieden werden müsse“, nachdrücklich zu unterstreichen<sup>439</sup>. Die Unterwerfung der Konzernbildung unter die Zuständigkeit der Hauptversammlung im Falle des Beteiligungserwerbs oder Unternehmenskaufs erscheint hier wirklichkeitsfremd. Selbst wenn, wie in der Literatur diskutiert, für die Zukunft die Fristen für die Einberufung einer Hauptversammlung verkürzt werden sollten, stellt sich die Vorbereitung der Hauptversammlung einer Publikumsgesellschaft als so zeitaufwendig und schwerfällig dar, dass sie jedenfalls nicht mit der erforderlichen Schnelligkeit und Flexibilität einberufen werden könnte, die in einem Übernahmeverfahren erforderlich ist<sup>440</sup>. Die Beteiligung der Aktionäre ist auch unter diesem Gesichtspunkt abzulehnen.

---

<sup>438</sup> Vgl. Otto in Beilage Nr. 12 zu DB 29/88, S. 4.

<sup>439</sup> Vgl. Grunewald in AG 4/90, S. 134.

<sup>440</sup> Vgl. Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1110.

## **D. Der fehlende Sachverstand der Aktionäre**

Neben der Vereitelung der Geheimhaltung und der zeitlichen Problematik der Abhaltung einer Hauptversammlung während der Frist eines Übernahmeverfahrens ist zu berücksichtigen, dass den Aktionären in der Regel schlicht der nötige Sachverstand und auch das Interesse fehlt, um an den in Frage kommenden Entscheidungen verantwortungsvoll mitwirken zu können. Den Aktionären im Wege ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten ein Mitwirkungsrecht im Übernahmeverfahren zu zusprechen, würde überspitzt formuliert letztlich darauf hinauslaufen, „Entscheidungsmacht für Entscheidungsunfähige“ zu fordern<sup>441</sup>. Dies muss allerdings relativiert werden.

## **I. Die Sachkunde des Vorstands**

Gegen die Unterwerfung des Übernahmeangebots unter die Zuständigkeit der Hauptversammlung spricht zunächst, dass nur der Vorstand die nötige Sachkenntnis besitzt, die wirtschaftliche Sinnhaftigkeit einer Übernahme zu ermessen. Maßnahmen des Beteiligungserwerbs oder der Übernahme von Unternehmen gehören zum Bereich der strategischen Unternehmensführung. Sie verlangen die umfassende Berücksichtigung markt- und finanzpolitischer, steuer-, gesellschafts- und haftungsrechtlicher, personeller und betriebswirtschaftlicher Gesichtspunkte. Den in der Hauptversammlung vertretenen Aktionären fehlt vielfach die erforderliche Fachkompetenz, solche komplexen betriebswirtschaftlichen und rechtlichen Probleme zu lösen<sup>442</sup>.

Diese Problematik wurde auch schon in der Vergangenheit erkannt. Danach wurde die Hauptversammlung, damals die Generalversammlung der Aktionäre, als das einfachste und natürlichste Organ der Aktiengesellschaft bezeichnet. Jene Versammlung war aber auch das höchste Organ der Aktienverbindung, dasjenige, dessen Beschlüsse als der unmittelbarste Ausdruck des Corporations-Willens gelten. Dessen ungeachtet wurde dieselbe aber als ein unvollkommenes Organ angesehen, weil sie, indem ihr die Eigenschaft der Ständigkeit abgeht, außer Stande war, in fortgesetzter ununterbrochener Weise die Interessen des Unternehmens so wie die der einzelnen Gesellschaftsmitglieder zu wahren. Ferner war sie einem stetigen Wechsel in den Personen ihrer Teilnehmer aus-

---

<sup>441</sup> Vgl. Mecke, S. 219.

<sup>442</sup> Vgl. Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1110.

gesetzt und durch den Mangel jeder Geschäftskennntnis bei der Mehrzahl der Anteilseigner zur Führung der Geschäfte untauglich<sup>443</sup>.

Die Tatsache, dass die Hauptversammlung ein Organ darstellt, das in der Regel nur einmal im Jahr zusammentrifft und zu diesem Zeitpunkt auch beschließt, nicht aber eine ständige Präsenz besteht, ist auch als entscheidender Mangel der Hauptversammlung in der heutigen Zeit anzusehen. Die einmalige Zusammenkunft bzw. das Erfordernis der Einberufung, so oft deren Beschlussfassung als nötig oder zweckmäßig erscheint, sind es, die eine konstante Beobachtung des Marktes und dessen Entwicklung vereiteln oder unmöglich machen, was aber für die Leitung des Unternehmens und die Fällung von grundlegenden Entscheidungen wie Investitionen oder aber auch Beteiligungen und Zukäufen entscheidend ist. Diese Unvollkommenheit der Hauptversammlung erfordert die Notwendigkeit eines anderen Organs, welches durch eine oder mehrere Personen gebildet ist, und zugleich ein ständiges und nicht einem stetigen Wechsel der Mitglieder ausgesetztes darstellt<sup>444</sup>.

Daher hat man schon bei der Aktienrechtsreform von 1965 an der durch das Aktiengesetz von 1937 eingeleiteten Entwicklung festgehalten, indem die eigenverantwortliche Unternehmensführung durch den Vorstand bestätigt und lediglich durch verstärkte Kontrollbefugnisse des Aufsichtsrats partiell eingegrenzt worden ist. Die Geschäftsführung könne nicht einer Vielzahl zum Teil ständig wechselnder Aktionäre, sondern nur einigen wenigen ständig und in der Regel hauptberuflich für die Gesellschaft tätigen Personen übertragen werden. Die Aktionäre hätten im Allgemeinen weder die Zeit noch die Übersicht, um Geschäftsführungsfragen unter Würdigung aller Gesichtspunkte entscheiden zu können. Eine Aktiengesellschaft könne aber nur gedeihen, wenn die von wenigen sachkundigen Personen geleitet werde. Eine aktionärsdemokratische Anreicherung hat die Aktienrechtsreform von 1965 nur durch periphere Korrekturen des Minderheitenschutzes eingebracht. An der generellen Kompetenzverteilung hat sich jedoch kaum etwas geändert: unternehmenspolitische Dominanz des Vorstands, unternehmenspolitische Abstinenz der Hauptversammlung<sup>445</sup>.

Somit ist dem Vorstand auch die Entscheidungsbefugnis in Fragen des Unternehmenskaufs oder Beteiligungserwerbs ohne die Mitwirkung der Hauptversammlung zuzusprechen. Denn würde man den Aktionären durch ungeschriebene Hauptversammlungszu-

---

<sup>443</sup> Vgl. Renaud, S. 405.

<sup>444</sup> Vgl. Renaud, S. 405.

ständigkeiten ein Mitspracherecht im Übernahmeverfahren auf Seiten des Bieters einräumen, so wäre nicht nur ein hierfür weniger qualifiziertes Organ an der Entscheidungsfindung beteiligt, sondern auch der Planungs- und Gestaltungsfreiraum des Vorstands in einer Weise eingeengt, die das notwendige Reagieren auf Gegebenheiten von Menschen, Markt und Umwelt in bedrohlicher Weise erschweren würde<sup>446</sup>. Der Vorstand wäre demzufolge auch in der Ausführung und Umsetzung seines Sachverstands maßgeblich behindert.

Nun wäre es sicherlich übertrieben, wollte man den Aktionären überhaupt kein Mitspracherecht zugestehen und ihre Interessen bei der Entscheidung des Übernahmeangebots gänzlich unberücksichtigt lassen. Ihre Interessenwahrung muss aber nicht in der Form ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten Ausdruck finden, sondern ist in dem nunmehr über einen Jahrhundert bewährten Organisationsprinzip des Aufsichtsrats als sachkundigen Repräsentanten der Aktionäre zu finden.

## **II. Die Sachkunde des Aufsichtsrats**

Die Sachkunde des Aufsichtsrats rechtfertigt es, ihm im Übernahmeverfahren eine entscheidende Rolle zukommen zu lassen. Bereits der Gesetzgeber von 1884 erkannte, dass die Generalversammlung mit ihrem ständigen Wechsel unterworfenen Mitgliederbestand in der Regel der unternehmerische Sachverstand fehlte. Diesen hat der damalige Gesetzgeber deshalb dem Aufsichtsrat vorbehalten wollen, dem Repräsentationsorgan der Aktionäre, welches den Vorstand sowohl kontrollieren als auch unterstützen sollte. Insbesondere das Instrument des Zustimmungsvorbehalts nach §111 Abs. 4 Satz 2 AktG scheint in geradezu idealer Weise geeignet, bestimmte Maßnahmen des Unternehmenskaufs oder Beteiligungserwerbs aus der Alleinzuständigkeit des Vorstands herauszulösen und insoweit die unternehmerische Mitverantwortung des Aufsichtsrats und damit mittelbar auch die der Aktionäre zu begründen.

Die Argumentation, der Aufsichtsrat besitze weitaus mehr Sachverstand als die Aktionäre in der Hauptversammlung, ist sicher zutreffend, aber eher restriktiv auszulegen. Der Aufsichtsrat ist zwar in aller Regel mit Personen aus der Wirtschaft besetzt, denen viel Wissen in der Unternehmensführung und Geschäftspolitik zugesprochen wird. Diese fachliche Kompetenz wird im Übernahmeverfahren durch Abgabe eines Übernahmeangebots bei der Auswahl eines geeigneten Zielobjekts und der Einschätzung der mit

---

<sup>445</sup> Vgl. Martens in ZHR 147/83, S. 379.

der Übernahme verbundenen Pflichten und Kosten von besonderem Wert sein. Jedoch kann diese Argumentationsweise nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Gesetzgeber für eine Reihe von Maßnahmen die alleinige Entscheidungsbefugnis der Hauptversammlung angeordnet hat, und dies trotz der den Aktionären anhaftenden unternehmerischen „Inkompetenz“. In keinem dieser vom Gesetz angeordneten Fällen lässt sich überzeugend mit der Behauptung streiten, die Aktionäre seien wegen ihres besonderen Sachverstandes in gerade diesen Fragen die berufenen Entscheidungsträger. Dem Aktiengesetz müssen mithin andere Erwägungen zugrunde liegen, wenn es in bestimmten Fällen die Hauptversammlung zur Entscheidung beruft<sup>447</sup>.

Dabei ist von dem Schutz auszugehen, den das geltende Recht den Aktionären, ihrer wirtschaftlichen und rechtlichen Stellung, dadurch gewährt, dass es für bestimmte Maßnahmen die Beschlussfassung der Hauptversammlung erfordert und diese damit von der dem Vorstand allein zustehenden Geschäftsführung ausschließt. Nur für die Maßnahmen, die diese Schutzbereiche tangieren und sich auf die Stellung der Aktionäre in erheblicher Weise auswirken, wird das Bestehen von Hauptversammlungszuständigkeiten angenommen, zum Schutz der Stellung der Aktionäre im Innenverhältnis der Gesellschaft und zur Erhaltung der Machtbalance zwischen den Organen. Das muss aber nicht heißen, dass der Entscheidungsbereich der Aktionäre über diese Zuständigkeiten noch weiter ausgedehnt werden muss. Danach sind die Aktionäre nur dann zu beteiligen, wenn gezielt ihre Interessen durch die Abgabe des Übernahmeangebots im Rahmen des Unternehmenskaufs beeinträchtigt wären. Zwar kann das im Übernahmeverfahren auch der Fall sein, insbesondere wenn es sich um Übernahmen von größerem Volumen handelt, und durch den hohen Kaufpreis die finanzielle Situation des Bieters sich verschlechtert und zukünftige Dividendenausschüttungen gefährdet sind. Grundsätzlich ist aber die Übernahme eines anderen Unternehmens Bestandteil der Geschäftsführung bzw. die Ausführung der Unternehmenspolitik, die der Vorstand festgesetzt hat. Es ist der ureigenste Zuständigkeitsbereich des Vorstands, den der Aufsichtsrat im Rahmen seiner Kontrollfunktion durch einen Zustimmungsvorbehalt gemäß §111 Abs. 4 Satz 2 AktG geradezu in idealer Weise beaufsichtigen und mitwirken kann. Die qualifizierte Sachkenntnis wird dem Aufsichtsrat dabei von großer Hilfe sein.

---

<sup>446</sup> Vgl. Semler in BB 25/83, S. 1566.

<sup>447</sup> Vgl. Mecke, S. 220; Hommelhoff, S. 324.

## E. Ergebnis

Als Ergebnis dieses Kapitels kann damit festgestellt werden: die zuvor in Kapitel 2 anerkannte Existenz ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten kann nicht für das im Rahmen eines Übernahmeverfahrens abzugebende Übernahmeangebot gelten. Die unmittelbare Mitwirkung der Hauptversammlung ist bei Abgabe eines Übernahmeangebots auszuschließen.

Angesichts dieser Auffassung könnte man sich nun auf den Standpunkt stellen, das System von checks and balances in der Aktiengesellschaft werde aus dem Gleichgewicht gebracht. Die Hauptversammlung werde zu „leicht“ und der Vorstand zu „schwer“ gewichtet. Dieses Ungleichgewicht müsse deshalb zugunsten der Hauptversammlung ausbalanciert werden. Dieser Eindruck mag vielleicht auf den ersten Blick entstehen. Dabei ist aber zu beachten, dass die Abgabe eines Übernahmeangebots fester Bestandteil der Geschäftsführung des Vorstands ist. Der Ausgangspunkt für die Einordnung des Übernahmeangebots liegt im Kompetenzbereich des Vorstands, der die Geschäfte der Gesellschaft führt; dieser ist daher nicht als zu schwer zu werten. Die Notwendigkeit der Ausbalancierung eines Ungleichgewichts besteht demnach nicht. Umgekehrt ist von einem Ungleichgewicht der Organe nur dann zu sprechen, wenn die Stellung der Aktionäre auf Seiten des Bieters durch das Übernahmeverfahren in dem Maße eingeschränkt wäre, dass es einer Kompetenzzuweisung durch ungeschriebene Hauptversammlungs Zuständigkeiten bedarf. So der BGH in der Holzmüller-Entscheidung, der dadurch einen schwerwiegenden Eingriff in die Rechte der Aktionäre abzuwenden und gleichzeitig das Gleichgewicht in der Innengesellschaft der Aktiengesellschaft wieder herzustellen versucht.

Bei der Feststellung ungeschriebener Hauptversammlungs Zuständigkeiten ist von dem Schutz auszugehen, den das geltende Recht den Aktionären, ihrer wirtschaftlichen und rechtlichen Stellung, dadurch gewährt, dass es für bestimmte Maßnahmen die Beschlussfassung der Hauptversammlung fordert und diese damit von der dem Vorstand allein zustehenden Geschäftsführung ausschließt. Nur für die Maßnahmen, die diesen Schutzbereich tangieren und die Stellung der Aktionäre in erheblicher Weise einschränken, kann das Bestehen solcher ungeschriebener Hauptversammlungs Zuständigkeiten

angenommen werden<sup>448</sup>. Sicherlich drohen mit jedem Übernahmeverfahren auch Gefahren für die Aktionäre der bietenden Gesellschaft. Die zu erwartenden Nachteile sind jedoch nicht so einschneidend, dass es eines Eingriffs in die grundsätzliche Kompetenzaufteilung und Machtbalance der Aktiengesellschaft bedarf. Denn die Stellung der Aktionäre als die eigentlichen Eigentümer der Aktiengesellschaft ist nicht völlig von der Mitwirkung der Geschäftspolitik, insbesondere im Übernahmeverfahren, abgekoppelt. Dies zeigt sich wie folgt:

Die Hauptversammlung kann durch die Festlegung des Unternehmensgegenstandes gemäß §23 Abs. 3 Nr. 2 AktG auf den Rahmen der Geschäftsführung Einfluß nehmen. Die Möglichkeit der Satzungsgestaltung steht allein den Aktionären in der Funktion des Satzungsgebers zu, die ihnen die Festlegung der Grenzen der Geschäftstätigkeit des eigenen Unternehmens ermöglicht. Diese Grenzen in Bezug auf den Unternehmensgegenstand gelten auch für das zu übernehmende Unternehmen. Bei einer Abweichung ist die Hauptversammlung durch ein Mitspracherecht gemäß §179 Abs. 1 AktG, das in diesem Fall wie eine Satzungsänderung zu werten ist, an dem Übernahmeverfahren zu beteiligen. Liegt eine Übereinstimmung der Unternehmensgegenstände beider Gesellschaften vor, so handelt die Zielgesellschaft in dem von der Hauptversammlung des Bieters abgesteckten Rahmen. Dies ist nicht anders zu beurteilen als die Expansion des eigenen Geschäftsbetriebs aus eigenen Mitteln.

Darüber hinaus ist auch die Art des Übernahmeangebots für die Frage einer Beteiligung der Hauptversammlung an dem Übernahmeverfahren unerheblich. Handelt es sich um ein Barangebot, eigen- oder fremdfinanziert, ist das in den Bereich der Geschäftsführung des Vorstand einzuordnen, vergleichbar einer großen Investition im eigenen Geschäftsbetrieb des Bieters. Bei einem Tauschangebot besteht zwar die Gefahr der Verwässerung der Aktionärsrechte, von einem schweren Eingriff in ihre Rechte kann aber auch in diesem Fall nicht gesprochen werden, da die Hauptversammlung zuvor im Rahmen der zur Ausgabe neuer Aktien notwendigen Kapitalerhöhung, insbesondere bei genehmigtem Kapital, und einem damit eventuell verbundenen Bezugsrechtsausschluss für Altgesellschafter durch Beschlussfassung beteiligt ist. Damit ist zumindest ein Mitwirken der Aktionäre im Vorfeld der Übernahme gesichert.

Weiterhin ist der Hauptversammlung auch erlaubt, durch die Satzungsgestaltung den Rahmen für die Ausfüllung der Zuständigkeiten der anderen Organe im Sinne der An-

---

<sup>448</sup> Vgl. Geßler in FS Stimpel, S. 782.

teilseigner abzustecken. Trotz der relativ engen Grenzen des §23 Abs. 5 AktG besteht hier ein großes noch ungenutztes Kompetenz- und Regelungspotential für die Aktionäre. Die Hauptversammlung kann diese Kompetenzen sowohl in Richtung auf den Vorstand als auch im Blick auf den Aufsichtsrat gesetzeskonform ausfüllen. Sie darf dabei lediglich die gesetzlichen Kompetenzen der übrigen Organe nicht antasten. So besteht für das Organ der Hauptversammlung die Möglichkeit, in der Satzung einen Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats gemäß §111 Abs. 4 Satz 2 AktG anzuordnen. Diese Möglichkeit hat besonders im Hinblick auf den eingeschränkten Kurs des Aufsichtsrats zugunsten der Interessen der Aktionäre Bedeutung, und zwar in der Weise, dass der Vorstand so enger an die Interessen der Hauptversammlung gebunden werden kann<sup>449</sup>. Damit bleibt festzustellen, dass die Abgabe eines Übernahmeangebots für die Aktionäre des Bieters keinen so großen Eingriff im Sinne des Aktiengesetzes darstellt, als dass man in diesem Fall zur Lückenschließung die Analogie einer gesetzlichen Norm annehmen könnte. Der Herleitung ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten aus Einzelanalogie steht §119 Abs. 1 AktG von seinem theoretischen Ansatz her zwar nicht entgegen. Da dies jedoch eine enge Fühlungnahme zu den konkreten Kompetenzzuweisungen erfordert, scheint das in §119 Abs. 1 AktG zum Ausdruck kommende Prinzip der punktuellen Einzelzuständigkeiten eine ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit jedenfalls für den Erwerb einer Unternehmensbeteiligung durch Abgabe eines Übernahmeangebots letztlich doch wieder auszuschließen<sup>450</sup>. Denn versucht man eine Analogie zu den Gesetzesvorschriften herzuleiten, so ist die Interessenlage der Aktionäre im Übernahmeverfahren nicht so tiefgreifend betroffen wie diejenige in den gesetzlich festgelegten Vorschriften.

Als weiterer Einwand für das Mitwirken der Hauptversammlung im Übernahmeverfahren sprechen auch die unterschiedlichen Interessen der Aktionäre. Als Inhaber eines Mitgliedschaftsrechts sind die Aktionäre lediglich Anteilseigner. Unter ihnen besteht ein Spannungsfeld, in dem Interessen unterschiedlichster Art aufeinander stoßen. Rentenaktionäre erstreben seine solide Kapitalanlage und hohe Dividenden, Spekulationsaktionäre sind darauf aus, durch An- und Verkauf von Aktien Gewinne zu erzielen, Unternehmensaktionäre trachten danach, die Gesellschaft aufgrund ihres Aktienbesitzes zu beherrschen. Die gegensätzlichen Interessen der Großaktionäre und der als soziale

---

<sup>449</sup> Vgl. v. Rechenberg, S. 159, 160.

<sup>450</sup> Vgl. Mecke, S. 177.

Gruppe nicht eindeutig abgrenzbaren Kleinaktionäre vervollständigen das Bild. Es gibt danach kein homogenes Aktionärsinteresse. Erfahrungsgemäß sind die Aktionäre einer Publikumsaktiengesellschaft weder willens noch in der Lage, über die Geschäftsführung und das der Gesellschaft anvertraute Kapital zu bestimmen. Ihr Interesse gilt vielmehr der Aktie als der Gesellschaft selbst, es ist daher eher vermögensbezogen<sup>451</sup>.

Dem Aufsichtsrat kommt bei der Übernahmethematik nicht nur die Funktion eines Kontrollorgans zu, sondern darüber hinaus wird er auch in die Planung der Übernahmeofferte als Bestandteil der Geschäftspolitik gemäß §90 Abs. 1 Nr. 1, 4 AktG mit einbezogen sein. Bei einem den Anforderungen des §90 Abs. 1 Nr. 4 AktG entsprechenden Vorgehen des Vorstands erfährt der Aufsichtsrat aufgrund des Berichterstattungssystems von den Geschäften, die für die Rentabilität oder Liquidität der Gesellschaft von erheblicher Bedeutung sein können, so rechtzeitig, dass er zu ihnen Stellung nehmen und notfalls auch noch in bezug auf ein konkretes Geschäft sich selbst einen Zustimmungsvorbehalt schaffen kann<sup>452</sup>. Aufgrund dieses Zustimmungsvorbehalts gemäß §111 Abs. 4 Satz 2 AktG kann dem Aufsichtsrat bei der Abgabe eines Übernahmeangebots im Übernahmeverfahren die entscheidende Rolle zukommen, indem seine Einwilligung hierzu notwendig wird und der Vorstand in seiner Entscheidung von dem Mitwirken des Aufsichtsrats abhängig ist. Im Rahmen seiner Kontrollaufgabe ist der Aufsichtsrat nicht nur berechtigt, sondern in besonders gelagerten Fällen, bei gesetzwidrigen oder besonders bedeutenden Geschäften, auch verpflichtet, und zwar auch ad hoc, einen Zustimmungsvorbehalt anzuordnen, und so von seinem Vetorecht Gebrauch zu machen.

Diese Möglichkeit des Aufsichtsrats wurde vor allem in der Holzmüller-Entscheidung gänzlich außer Acht gelassen. §111 AktG gibt dem Aufsichtsrat vor allem im Interesse der Aktionäre ein weitgehendes Kontrollrecht, worauf der BGH nicht einging. Der Aufsichtsrat wird dadurch im Rahmen der Kompetenzverteilung in der Aktiengesellschaft indirekt abgewertet<sup>453</sup>. Doch hat sich in der vorliegenden Untersuchung gezeigt, dass sich gerade der Aufsichtsrat mit seinem ausgeprägten Sachverstand und seiner Funktion als Kontrollorgan hervorragend eignet, das Übernahmeverfahren nicht nur im Interesse

---

<sup>451</sup> Vgl. Hefermehl in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, Vorb. §76 Rn. 2; Weißhaupt in NZG 17/99, S. 806.

<sup>452</sup> Vgl. Mertens in KK, 2. Aufl., §111 Rn. 79.

<sup>453</sup> Vgl. Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1110.

des Unternehmens sondern auch im Interesse der Aktionäre zu überwachen und mitzuwirken.

Dies bedeutet abschließend: Der Vorstand besitzt eine umfassende Kompetenz für die Geschäftsführung der Aktiengesellschaft. Dennoch hat die Hauptversammlung auch im Hinblick auf die Geschäftsführung des Vorstands Befugnisse, mit deren Hilfe sie die Aktionärsinteressen stärken kann. Im Rahmen der Satzungsgestaltung kann sie dem Vorstand Leitlinien setzen; sei es über den Unternehmensgegenstand, über die Ziele des Unternehmens, über die Zustimmungsvorbehalte des §111 Abs. 4 Satz 2 und 3 AktG

oder in anderen Bereichen, wie etwa der Geschäftsordnung des Vorstands. Die Hauptversammlung kann damit zwar den Kernbereich der eigenverantwortlichen Leitung des Unternehmens durch den Vorstand nicht antasten. Sie kann aber den Rahmen für die gesamte Tätigkeit der Verwaltung abstecken und dabei, je nach Interesse, dem Vorstand ein weites oder enges Feld belassen<sup>454</sup>. Daneben existieren noch eine umfassende Kontrolle und Mitwirkungsmöglichkeiten des Aufsichtsrats, so dass neben dem Unternehmensinteresse auch den Interessen der Aktionäre Rechnung getragen ist.

Damit kann weiteren Diskussionen über die Existenz ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten zumindest auf dem Gebiet der feindlichen Übernahmen durch öffentliche Übernahmeangebote eine Absage erteilt werden. Das Aktiengesetz hält ausreichende Schutzmechanismen für die Rechte und Interessen der Aktionäre im Rahmen eines Übernahmeverfahrens bereit. Es besteht daher kein Bedarf, zusätzliche Schutzmechanismen zu erstellen, zumal in dieser Konstellation von einer Schutzlücke hinsichtlich Aktionärsinteressen nicht gesprochen werden kann. Die Kunst besteht vielmehr darin, die vorhandenen Vorschriften zum Schutz der Aktionäre auszuschöpfen.

---

<sup>454</sup> Vgl. v. Rechenberg, S. 161.

## **Kapitel 4: Die Kompetenzaufteilung im Übernahmeverfahren auf Seiten der Zielgesellschaft**

Das charakteristische Merkmal einer als feindlich bezeichneten Übernahme ist, dass eine Änderung der Strukturen nicht durch das Zusammenarbeiten der jeweiligen Verwaltungen der beteiligten Gesellschaften, sondern durch Erwerbsvorgänge zwischen der Verwaltung des Bieters und den Aktionären der Zielgesellschaft erzielt wird. Dabei bleibt die Verwaltung zumindest von der Entscheidung und Umsetzung der Annahme des Angebots weitgehend ausgeschaltet. Damit ergibt sich auf Seiten der Zielgesellschaft ein gänzlich anderes Bild. Der Aktionär der Zielgesellschaft ist somit die zentrale Figur im Übernahmekampf. Nur von ihm kann der Übernehmende Aktien und damit die angestrebte Kontrollmehrheit erwerben. Er entscheidet über das Gelingen einer Übernahme. Somit verdienen seine Interessen aus der Sicht des Übernehmenden ganz besondere Beachtung. Die richtige Einschätzung der Eigentümer entscheidet über Erfolg und Mißerfolg der Übernahme. Eine erfolgsversprechende Übernahme hat folglich bei den Anteilseignern anzusetzen<sup>455</sup>.

Da der einzelne Aktionär durch Annahme oder Ablehnung der Offerte über das Gelingen der Übernahme entscheidet und nicht durch kollektiven Beschluss im Rahmen der Hauptversammlung als Organ der Aktiengesellschaft, stehen vorliegend die Interessen des einzelnen Aktionärs im Mittelpunkt.

### **A. Die Aktionäre**

#### **I. Die Stellung der Aktionäre**

Das gesetzliche Organisationsschema der Aktiengesellschaft geht vom Typ einer Publikumsgesellschaft aus, deren Aktien sich im Streubesitz zahlreicher Aktionäre befinden, ohne dass ein Großaktionär vorhanden ist. Das Vermögen ist unmittelbar der Aktiengesellschaft als juristische Person, mittelbar den Aktionären durch in Aktien verkörperte Beteiligungsrechte zugeordnet. Eigentümer im sachenrechtlichen Sinne sind die Aktionäre nicht, mag man sie auch häufig wegen ihrer wertmäßigen Beteiligung am Gesellschaftsvermögen und des von ihnen zu tragenden Risikos als wirtschaftliche Eigentü-

---

<sup>455</sup> Vgl. Assmann/Bozenhardt/Basaldua/Peltzer, S. 15; Schanz in NZG 7/2000, S. 338; Klein in NJW 32/97, S. 2085.

mer bezeichnen. Sie sind als Inhaber eines Mitgliedschaftsrechts lediglich Anteilseigner<sup>456</sup>.

Insofern ist die Grundthese des Gesetzgebers kaum bestreitbar: Die Aktivitäten der Aktiengesellschaft müssen hinreichend breit und intensiv an den legitimierenden Willen ihrer wirtschaftlichen Eigentümer rückgebunden werden. Dabei hat der Gesetzgeber im Kompetenzbereich der Hauptversammlung die Summe derjenigen Gestaltungs- und Mitentscheidungsbefugnisse festgeschrieben, die nach seinem rechtspolitischen Grundentscheid unverzichtbar sind, um die Aktiengesellschaft an den Willen ihrer Aktionäre zu binden. Es war das zentrale Anliegen des Reformgesetzgebers 1965, ein Aktienrecht zu schaffen, das vom wirtschaftlichen Eigentum der Aktionäre am Unternehmen ausgeht, ein Aktienrecht also, das die Mitsprache- und Kontrollrechte der Aktionäre nur soweit einschränken sollte, wie dies erforderlich ist, um die Funktionsfähigkeit und das Erreichen des Zwecks des Zusammenschlusses zu sichern, zu denen sich die Aktionäre verbunden haben<sup>457</sup>.

Der Begriff der Feindlichkeit von Unternehmensübernahmen wirft die Frage auf, wem gegenüber diese Feindlichkeit eigentlich gegeben ist. Obwohl sich die Unternehmensübernahme als Wechsel der Eigentümerstellung, d.h. der Trägerschaft der juristischen Person darstellt, die die Identität der Zielgesellschaft nicht berührt, und obwohl dieser Übertragungsakt konkret nur die Position der Aktionäre betrifft, wird bei der Einstufung als feindlich gerade nicht auf diese berührten Interessen, sondern auf die Verwaltung der Gesellschaft abgestellt. Diese wird aber nur wirtschaftlich, d.h. faktisch, von diesem Trägerwechsel betroffen. Dahinter verbirgt sich letztlich die Problematik der allgemeinen Stellung der Verwaltung, bzw. des Vorstands im Verhältnis zur Gesellschaft sowie den Gesellschaftern<sup>458</sup>.

Dem Aktionär obliegen bei der Entscheidung, die seinen Aktienbesitz betrifft, keinerlei Treuepflichten gegenüber dem Aktienverband oder dessen Mitgliedern. Er kann darüber frei verfügen. Im Ergebnis kann der Vorstand einen Entschluss zur Abwehr eines feindlichen Übernahmeversuchs nicht auf die Pflicht zur Verhinderung einer Gefährdung des Sicherheitsinteresses der Aktionäre stützen. Im Gegenteil, hierdurch würde durch die

---

<sup>456</sup> Vgl. Hefermehl in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, Vorb. §76 Rn. 2.

<sup>457</sup> Vgl. Mecke, S. 227.

<sup>458</sup> Vgl. Stoll in BB 5/89, S. 302; Knoll, S. 37.

entsprechende Maßnahme des Vorstands eher das Recht der Aktionäre, frei über ihren Anteil zu verfügen, beeinträchtigt<sup>459</sup>.

Somit hat sich die Unternehmensübernahme an dem Interesse der Aktionäre als die wirtschaftlichen Eigentümer zu orientieren. Ihr Interesse wird auch ausschlaggebend für die Entscheidung bezüglich des Übernahmeangebots sein.

## II. Das Interesse der Aktionäre

Es sind vor allem die Publikumsgesellschaften, die für einen Übernehmenden interessant sind. Dabei steht in der Regel ein bestimmter Aktionärstyp im Mittelpunkt, der sog. Publikums- oder Kleinaktionär. Für den Publikumsaktionär, der in der Regel keinerlei Einfluss auf die Geschäftspolitik hat, bedeutet seine Beteiligung an der Gesellschaft eine reine Kapitalanlage. Er ist lediglich an der Vermehrung des eingesetzten Kapitals interessiert. Für ihn stehen Dividendenzahlungen und Kursentwicklungen im Vordergrund, ohne dass er unternehmerische Zielsetzungen verfolgt<sup>460</sup>. Sein Interesse ist in erster Linie auf die Aktie und erst in zweiter Linie auf die Gesellschaft gerichtet<sup>461</sup>.

In der Regel wird den Aktionären der Zielgesellschaft ein überdurchschnittlich gutes Übernahmeangebot unterbreitet, um sie bezüglich der Übernahme positiv zu stimmen. Dabei wird das Angebot in aller Regel meist weit über dem aktuellen Börsenkurs liegen oder auch zu Kurssteigerungen an der Börse führen und auf diese Weise den Aktionären ein erheblicher finanzieller Anreiz verschafft.

Somit ist die Übernahme des Unternehmens für die Aktionäre nicht zwangsläufig mit Nachteilen verbunden<sup>462</sup>. Weiterhin kann sich für die Aktionäre durchaus auch als vorteilhaft herausstellen, dass das Management der Zielgesellschaft, gerade um der Übernahme zu entgehen, die Unternehmenspolitik verbessert und die Ertragskraft des Unter-

<sup>459</sup> Vgl. Kessler in AG 3/95, S. 130.

<sup>460</sup> Dies verdeutlicht vor allem die niedrige Zahl der anwesenden Kleinaktionäre bei den Hauptversammlungen der Publikumsgesellschaften, die durchschnittlich bei etwa 2 - 5% liegt. Das persönliche Interesse der Aktionäre an der Gesellschaft, ihrer Geschäftspolitik und ihrem Bestehen ist bei einem Kleinaktionär nur sehr schwach ausgeprägt.

<sup>461</sup> Vgl. Daum, S. 21; Meier-Schatz in WuR 1/87, S. 19: „Diese Renditeinteressen der Publikumsaktionäre sind der Hebel, an dem der Übernehmende am besten ansetzen kann. Der Aktionär wird dem Übernahmeangebot dann positiv gegenüber stehen, wenn für ihn der finanzielle Anreiz groß genug ist. Der Aktionär wägt sowohl beim Verkauf über die Börse, als auch, und dies noch in verstärktem Maße, beim öffentlichen Übernahmeangebot zwischen zwei Alternativen ab, dem Verbleib in der Gesellschaft mit der Partizipation an der zukünftigen Geschäftsentwicklung, d.h. Ausschüttungen und Wertsteigerungen, und dem Ausstieg aus der Gesellschaft unter sofortigem Erzielen eines Gewinns. Je unsicherer und finanziell uninteressanter auf der einen Seite die Beteiligung an der Gesellschaft ist und je lukrativer auf der anderen Seite das Übernahmeangebot erscheint, desto wahrscheinlicher werden die genannten Aktionäre verkaufen.“

<sup>462</sup> Vgl. Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1105; Sünner in AG 9/87, S. 279.

nehmens steigert<sup>463</sup>. Sollten die Geschäfts- und die Ausschüttungspolitik für die Zukunft lukrativ erscheinen, so wird ein Aktionär wohl eher an dieser Entwicklung partizipieren wollen. Seine Motivation, die Anteile zu verkaufen, würde somit geringer<sup>464</sup>.

In beiden Fällen sind die Aktionäre der Zielgesellschaft die Gewinner. Der Publikumsaktionär wird daher in der Regel großes Interesse an einem Übernahmeangebot zeigen. Abwehrmaßnahmen des Vorstands widersprechen daher den Interessen der Aktionäre und beeinträchtigen ihr Recht, frei über ihren Anteil verfügen zu können. Ob Abwehrmaßnahmen des Vorstands zulässig sind und in welcher Form die Aktionäre kollektiv, d.h. durch einen Hauptversammlungsbeschluss, mitzuwirken haben, soll bei den entsprechenden Arten der Vorbeugungs- und Verteidigungsmaßnahmen im Folgenden behandelt werden.

## **B. Der Vorstand**

### **I. Die Stellung des Vorstands**

Wie schon in den vorherigen Kapiteln angesprochen, fordert die als feindlich bezeichnete Übernahme in vielen Fällen ein wirkliches Opfer, nämlich die Verwaltung der Zielgesellschaft. Der Bieter strebt so schnell und so umfassend wie möglich nach der Kontrolle über die Zielgesellschaft und wird versuchen, seine Geschäftspolitik schnell und effektiv durchzusetzen. Gleichgültig, welche Motive der Bieter verfolgt, ob er an einer Zerschlagung der Gesellschaft interessiert ist oder ob er weitergehende unternehmerische Interessen verfolgt, zumindest die Verwaltung muss befürchten, ihren Arbeitsplatz zu verlieren, sofern ein Einvernehmen zwischen Übernehmenden und den Vorstandsmitgliedern nicht erreicht werden kann<sup>465</sup>. Der Vorstand dürfte sich mit diesem Gedanken wohl nur dann abfinden, wenn ihm das Ausscheiden aus der Geschäftsführung durch finanzielle oder andere Anreize schmackhaft gemacht wird. In allen anderen Fällen wird der Vorstand der Zielgesellschaft versuchen, die Übernahme und damit den Verlust des Arbeitsplatzes zu verhindern<sup>466</sup>.

<sup>463</sup> Vgl. v. Falkenhausen in FS Stiefel, S. 191.

<sup>464</sup> Vgl. v. Falkenhausen in FS Stiefel, S. 169: „Nach den Erfahrungen der vergangenen Jahre hat eine Gesellschaft, die Gegenstand eines Übernahmeangebots wird, wenig Chancen, ihre Selbständigkeit zu bewahren. In den meisten Fällen wird die Gesellschaft letzten Endes durch den Interessenten oder den white knight, einem der Verwaltung der Zielgesellschaft wohlgesinnten Dritten, übernommen, was zeigt, dass die Aktionäre eines Übernahmekandidaten in der Regel bereit sind, ihre Aktien meistbietend zu verkaufen.“

<sup>465</sup> Vgl. Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1105.

<sup>466</sup> Vgl. Hauschka/Roth in AG 7/88, S. 186; Daum, S. 25.

Die Stellung des Vorstands folgt zunächst aus §76 AktG. Danach obliegt dem Vorstand die eigenverantwortliche Leitung und Geschäftsführung der Gesellschaft, wozu vor allem die Unternehmensplanung und strategische Ausrichtung, mithin also auch Restrukturierungen, Zusammenschlussvorhaben und Übernahmen zählen<sup>467</sup>. Für den Bieter bedeutet dies, dass der Vorstand im Rahmen der Unternehmensausrichtung den geeigneten Übernahmekandidaten auszusuchen, das Angebot vorzubereiten hat und dieses auch den Aktionären der Zielgesellschaft zukommen lässt.

Auf Seiten der Zielgesellschaft ist die Situation eine andere. Hier stellt sich die Frage, ob der Vorstand, gestützt auf seine in §76 Abs. 1 AktG verankerte Leitungsmacht, einen feindlichen Übernahmeveruch abwehren und dies mit der Schutzbedürftigkeit der Aktionärsinteressen begründen kann, vorausgesetzt genügend Aktionäre haben sich zum Verkauf ihrer Aktien bereit gefunden. Wie schon zuvor angesprochen, obliegen einem Aktionär bei Entscheidungen, die seinen Aktienbesitz betreffen, keinerlei Treuepflichten gegenüber dem Aktienverband oder dessen Mitgliedern. Der Vorstand kann somit seinen Entschlusses zur Abwehr eines feindlichen Übernahmeveruchs nicht mit dem Schutz vor einer Gefahr für das Sicherheitsinteresse der Aktionäre begründen<sup>468</sup>.

Dabei ist man wieder bei der Grundproblematik der Publikumsgesellschaft, nämlich der Frage nach der Stellung des Vorstands im Spannungsfeld von Unternehmen und Gesellschafterverband angelangt. Aus diesem Spannungsfeld resultiert der Konflikt, den ein Übernahmeangebot für den Vorstand der Zielgesellschaft auslöst. Auf der einen Seite gilt, dass sich die Aktionäre den richtigen Vorstand aussuchen können müssen und nicht der Vorstand die ihm genehmen Aktionäre, auf der anderen Seite hat der Vorstand aber die Pflicht, Schaden vom Unternehmen abzuwenden, und ein solcher Schaden kann zu befürchten sein, wenn es in die Hände eines falschen Aktionärs gerät<sup>469</sup>.

Das eigentliche Problem, theoretisch wie praktisch, sind danach die Grenzen des Leitungsermessens des Vorstands. Im Rahmen dieses Leitungsermessens unterliegt der Vorstand im Zuge eines Übernahmeverfahrens einem sog. Neutralitätsgebot. Das Ausmaß dessen ist noch nicht erschöpfend erkundet, sicher ist aber, dass der betroffene Vorstand selbst kein eigener Anwärter im Kreis der Interessenten der Aktiengesellschaft

---

<sup>467</sup> Vgl. Hirte/Schander, S. 344.

<sup>468</sup> Vgl. Kessler in AG 3/95, S. 130: „Hierdurch würde durch die entsprechende Maßnahme des Vorstands das Recht der Aktionäre, frei über ihren Anteil zu verfügen, von Seiten des Vorstands beeinträchtigt.“

<sup>469</sup> Vgl. Mertens in AG 6/90, S. 258.

ist und keine Vorkehrungen treffen darf, um das Unternehmen vor der abstrakten Möglichkeit eines Eigentümerwechsels zu bewahren<sup>470</sup>.

## II. Das Neutralitätsgebot

Oft wird der Vorstand des Zielunternehmens, wie schon zuvor angesprochen, versuchen, die Zielgesellschaft durch Maßnahmen für den Bieter unattraktiv zu machen. Solange derartige Maßnahmen nicht durch das anwendbare Regelwerk verboten sind, wird sich ein rational handelnder Bieter vor ihnen durch entsprechende Angebotsbedingungen schützen und, falls sie verwirklicht werden, zurückziehen. Dies zeigt, worum es eigentlich geht, nämlich um Eingriffe des Vorstands in die Aktionärs- oder Unternehmensstruktur, durch die er die Chance der Aktionäre, das Übernahmeangebot anzunehmen, vereitelt. Das Neutralitätsgebot soll gerade dieses Vorgehen des Vorstands verhindern und ist der Sache nach ein Vereitelungsverbot<sup>471</sup>. Hierbei unterliegt der Vorstand keinem umfassenden, uneingeschränkten Neutralitätsgebot. Ihm steht vielmehr jedenfalls vor Abgabe des Übernahmeangebots ein unternehmerisches Handlungsermessen zu, das ihm bei der Leitung der Gesellschaft eingeräumt ist<sup>472</sup>.

Da die Verwaltung einer Gesellschaft kein Recht am Amt hat und auch nicht das Recht besitzt, Einfluß auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises zu nehmen, darf der Vorstand keine Maßnahmen ergreifen, die geeignet sind, den Erfolg des Übernahmeangebots zu verhindern, etwa, weil er fürchtet bei Erfolg des Übernahmeangebots seine Stellung räumen zu müssen<sup>473</sup>. Damit sind die zwei wesentlichen Argumente des Neutralitätsgebots angesprochen: Die unzulässige Ausübung der Leitungsmacht zur Wahrung eigener Besitzstandsinteressen und die Kompetenzwidrigkeit der Einflußnahme auf die Aktionärsstruktur<sup>474</sup>.

Eine Entscheidung über Abwehrmaßnahmen, die die Unabhängigkeit der Gesellschaft erhalten sollen, hat den Verbandszweck zum Gegenstand. In der Konzeption des Aktiengesetzes von 1965 liegen den Verbandszweck betreffende Entscheidungen allein in der Kompetenz der Hauptversammlung. Der Vorstand ist vorbehaltlich einer entspre-

<sup>470</sup> Vgl. Hopt in ZGR 4/93, S. 538; Ebenroth/Daum in DB 21/91, S. 1105; Knoll, S. 272.

<sup>471</sup> Vgl. Krause in AG 5/2000, S. 219.

<sup>472</sup> Vgl. Kort in FS Lutter, S. 1433: „Eine strikte, uneingeschränkte Neutralitätspflicht des Vorstands für alle Phasen eines Übernahmeverfahrens gibt es im europäischen und deutschen Recht nicht. Selbst im tendenziell übernahmefreundlichen US-amerikanischen Recht existiert kein striktes Neutralitätsgebot.“

<sup>473</sup> Vgl. Emmerich/Sonnenschein, S. 10; Mertens in KK, 2. Aufl., §93 Rn. 61.

<sup>474</sup> Vgl. Martens in FS Beusch, S. 542.

chenden Ermächtigung durch die Hauptversammlung, lediglich zur Geschäftsführung in Verfolgung des vorgegebenen Verbandszwecks zuständig<sup>475</sup>.

Zweifelhaft erscheint daher die Zuständigkeit des Vorstands bei der Verhinderung von Strukturänderungen durch von ihm eingeleitete Verteidigungsmaßnahmen. Im Regelfall fallen Maßnahmen, die tief in die Eigentumsrechte der Aktionäre eingreifen, nicht in den Kompetenzbereich der Verwaltung einer Aktiengesellschaft. Die Verwaltung hat sich jeglicher Maßnahmen zu enthalten, die Einfluß auf die Aktionärsstrukturen haben könnten. Das gilt um so mehr für feindliche Übernahmeveruche. Die einseitige Abwehr einzelner unerwünschter Aktionäre widerspricht wiederum dem Gleichheitsgebot. Weiterhin ergibt sich aus der Treupflicht des Vorstands der Gesellschaft gegenüber, dass der Vorstand seine Position nicht dadurch stärken darf, indem er Gesellschaftsmittel in Anspruch nimmt. Der Vorstand hat sich somit jeglicher Abwehrmaßnahmen, welche die Rechte der Aktionäre beeinflussen können, zu enthalten, wie auch solcher Maßnahmen die auf den Ausschluss neuer Eigentümer gerichtet sind<sup>476</sup>.

Was bleibt, ist die von Gesetzgeber und Rechtsprechung bislang nicht exakt beantwortete Frage nach der Herleitung des Neutralitätsgebots des Vorstands.

#### **a) Die Herleitung des Neutralitätsgebots**

Sowohl der bislang für die Übernahme eines börsennotierten Unternehmens relevante Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission als auch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) und die gescheiterte EU-Richtlinie beschränken sich auf Regelungen des Vorstandsverhaltens während der Laufzeit des Übernahmeverfahrens, enthalten aber keine Aussagen zu den Rechten und Pflichten des Vorstands in der Phase vor Abgabe des Übernahmeangebots<sup>477</sup>. Eine ausdrückliche Regelung hierfür gibt es nicht. Deshalb wird man versuchen müssen, Regelungen für den Vorstand vor Abgabe eines Übernahmeangebots aus den Normen des Aktiengesetzes herzuleiten.

Die Bejahung eines Neutralitätsgebots ist zunächst einmal keine Selbstverständlichkeit. Denn auf den ersten Blick liest man hierüber im Aktiengesetz jedenfalls nichts konkretes. Daher wird auch die Existenz eines Neutralitätsgebots von einer kleinen Mindermeinung in der Literatur bestritten. Insbesondere von Martens ist eingewandt worden,

<sup>475</sup> Vgl. Mülbart in IStR 3/99, S. 88.

<sup>476</sup> Vgl. Ebenroth/Daum in DB 22/91, S. 1157; Assmann/Bozenhardt/Basaldua/Peltzer, S. 113; Mertens in KK, 2. Aufl., §76 Rn. 26; Immenga/Noll, S. 101.

<sup>477</sup> Vgl. Kort in FS Lutter, S. 1422.

dass die Aktionäre nicht nur ihre Kapitalinteressen in die Gesellschaft einbringen, sondern möglicherweise auch darüber hinausgehende, besondere Interessen. Weil die Gesellschaft hiervon ganz unterschiedlich berührt sein könne, gehöre es sehr wohl zu den Aufgaben des Vorstands, sich mit Zustimmung des Aufsichtsrates um einen optimal zusammengesetzten Aktionärskreis zu bemühen<sup>478</sup>. Die ganz überwiegende Meinung in der Literatur hat sich jedoch für die Geltung eines Neutralitätsgebots ausgesprochen und zu seiner Begründung und Herleitung der aktienrechtlichen *lex lata* bedient. Hierzu zieht sie den Gleichbehandlungsgrundsatz aus §53a AktG, die Grenzen der Geschäftsführungsbefugnis des Vorstands aus §76 AktG, eine Treuepflicht des Vorstands gegenüber den Aktionären, die Funktion des Vorstands als Fremdinteressenwahrer und die Unzulässigkeit eines Eingriffs in den Markt für Unternehmenskontrolle heran.

### **1. Die Herleitung des Neutralitätsgebots aus §§76, 93 AktG**

Aufgrund der aus §76 AktG dem Vorstand zustehenden Kompetenzen hat der Vorstand weder das Recht noch die Pflicht, die Zusammensetzung des Aktionärskreises zu beeinflussen<sup>479</sup>. Das Neutralitätsgebots lässt sich dogmatisch als echte Organpflicht im Sinne des §76 AktG verstehen, die die Entscheidung über Abwehrmaßnahmen der Geschäftsführung des Vorstands entzieht und der Hauptversammlung zuweist. Nimmt man §119 Abs. 1 AktG in Anblick, wonach die Hauptversammlung nur in den ausdrücklichen bestimmten Fällen zur Entscheidung zuständig ist, kommt grundsätzlich nur die Einordnung als Organpflicht in Betracht<sup>480</sup>. Etwas anderes kann sich auch in keinem Fall daraus ergeben, dass der Vorstand für den Fall einer feindlichen Übernahme meist den Verlust seines Amtes wird erwarten müssen. Die Funktion des Vorstands als Verwalter fremdem Vermögen bringt es mit sich, dass das eigene Interesse an der Erhaltung der Position gegenüber dem Interesse der Aktionäre an der Führung der Gesellschaft durch einen Vorstand ihres Vertrauens zurückstehen muss. Sie sind insofern Sachwalter des Aktionäreigentums. Ihre Stellung als Sachwalter bedeutet allerdings nicht, dass sich die Vorstandsmitglieder bei ihrem Handeln lediglich an den Interessen der Aktionäre zu orientieren hätten. Der Vorstand der Zielgesellschaft muss zwar primär, aber nicht ausschließlich die Interessen der Aktionäre im Auge haben. Darüber hinaus hat er auch das Unternehmensinteresse zu beachten. Die Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen gegen

<sup>478</sup> Vgl. Krause in AG 5/2000, S. 218.

<sup>479</sup> Vgl. Schanz in NZG 7/2000, S. 341; Mertens in KK, 2. Aufl., §76 Rn. 26.

<sup>480</sup> Vgl. Mülbart in IStR 3/99, S. 88; Hopt in FS Lutter, S. 1376.

Übernahmeversuche könnte allenfalls mit einem Unternehmensinteresse an der Abwehr begründet werden<sup>481</sup>.

Bei einem Verstoß des Vorstands gegen die Neutralitätspflicht könnte die Gesellschaft von den Vorstandsmitgliedern, die sie schuldhaft verletzen, gemäß §93 Abs. 2 AktG Schadenersatz verlangen. Einzelne Aktionäre könnten ebenfalls Schadenersatzansprüche gegen den Vorstand geltend machen, müßten aber auf andere Anspruchsgrundlagen ausweichen und Ersatzleistung an sich selbst nur insoweit verlangen, als ihnen durch die Entwertung ihrer Aktien ein über den Schaden der Gesellschaft hinausgehender Vermögensnachteil entstanden ist<sup>482</sup>.

## **2. Die Herleitung des Neutralitätsgebots aus dem Gleichbehandlungsgrundsatz gemäß §53a AktG**

Das Neutralitätsgebot wird auch mit dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz aus §53a AktG<sup>483</sup> begründet. Hieraus folgt, dass der Vorstand der Zielgesellschaft auch schon im Vorfeld eines Übernahmeangebots einen Bieter, der bereits Aktionär der Zielgesellschaft ist, gegenüber den anderen Aktionären weder benachteiligen noch bevorzugen darf. Aus dieser Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre resultiert indes kein allgemein gefaßtes Neutralitätsgebot. Vielmehr fließt die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre in die Pflicht zur ordnungsgemäßen Geschäftsführung der Gesellschaft gemäß §76 Abs. 1 AktG ein. Hieraus folgt, dass der Vorstand, der stets an das Unternehmensinteresse gebunden ist, auch dann aktiv auf einen Übernahmeversuch in positiver oder negativer Weise reagieren muss, wenn es sich bei dem Bieter um einen Aktionär handelt. Aber auch aus der Pflicht zur Gleichbehandlung folgt kein striktes Neutralitätsgebot in dem Sinne, dass der Vorstand seine Hände in den Schoß legen darf oder gar muss<sup>484</sup>. Vielmehr handelt es sich auch hier um ein beschränktes Neutralitätsgebot, das dem Vorstand ein Handlungsermessen offen lässt.

### **b) Die Regelung des Neutralitätsgebots**

Ausdrücklich geregelt ist das Neutralitätsgebot nur für die Phase nach Abgabe des Übernahmeangebots, d.h. also für die Zeit des Übernahmeverfahrens. Regelungen finden

<sup>481</sup> Vgl. Kort in FS Lutter, S. 1430; Hopt in FS Lutter, S. 1377.

<sup>482</sup> Vgl. Krause in AG 5/2000, S. 217: „Die ganz herrschende Meinung lehnt einen Anspruch einzelner Aktionäre gegen den Vorstand auf rechtmäßige Pflichterfüllung ab.“

<sup>483</sup> §53a AktG: „Aktionäre sind unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln.“

<sup>484</sup> Vgl. Kort in FS Lutter, S. 1437; Hopt in ZGR 4/93, S. 545.

sich in dem deutschen Übernahmekodex, dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)) und der gescheiterten Übernahmerichtlinie der EU.

## 1. Der Übernahmekodex

Für die hier anstehende Frage des Verhaltens des Vorstands der Zielgesellschaft ist vor allem Art. 19 des Übernahmekodex von Bedeutung. Dieser bestimmte, dass der Vorstand in der Angebotsphase keine Maßnahmen ergreifen durfte, die dem Interesse der Wertpapierinhaber zuwider liefen, von dem Angebot Gebrauch zu machen. Hierbei handelte es sich sowohl um eine kapitalmarktrechtliche Schutzregel als auch um eine Abgrenzung gesellschaftsrechtlicher Organkompetenzen, die den Vorstand davon abhalten sollten, in die Rechte der Aktionäre einzugreifen. Der Vorstand der Zielgesellschaft durfte nach Art. 19 keine Beschlüsse über die Ausgabe neuer Wertpapiere fassen, die den Aktiv- und Passivbestand seiner Gesellschaft erheblich änderten oder Verträge außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs abschließen. Wichtig für die hier anstehenden gesellschaftsrechtlichen Fragen der Abgrenzung der Organkompetenzen war, dass Art. 19 die dem Vorstand untersagten Maßnahmen dann für zulässig erachtet wurden, wenn eine ausdrückliche Genehmigung der Hauptversammlung vorlag. Hiermit hatte ein wichtiger Grundgedanke der Holz Müller-Doktrin des BGH Eingang in den Übernahmekodex gefunden. Danach waren Abwehrmaßnahmen nur zulässig, wenn sie durch die Hauptversammlung ausdrücklich genehmigt wurden<sup>485</sup>.

## 2. Die 13. Richtlinie der EU

Die Europäische Richtlinie<sup>486</sup> schrieb in Art. 8 Abs. 1a EU-RiL nach Erhalt der Mitteilung über das Angebot bis zur Offenlegung des Ergebnisses<sup>487</sup> eine grundsätzliche Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Leitungs- oder Verwaltungsorgans<sup>488</sup> der Zielge-

<sup>485</sup> Vgl. Kirchner in AG 11/99, S. 482; Kort in FS Lutter, S. 1424.

<sup>486</sup> Der Vorschlag einer 13. EU-Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts zur Regelung der öffentlichen Übernahmeangebote vom 26.6.1999, abgedruckt nebst Erwägungsgründen, Protokollerklärungen und einer Einführung von „Neye“ dazu in AG 7/2000, S. 289.

<sup>487</sup> Der Art. 8 Abs. 1a lässt die Neutralitätspflicht spätestens nach Erhalt der in Art. 6 Abs. 1 Satz 1 genannten Informationen, die das Angebot betreffen, beginnen. Damit beginnt die Neutralitätspflicht erst dann, wenn bei dem Bieter die Entscheidung zur Abgabe eines Angebots endgültig gefallen und dann unverzüglich bekannt gemacht worden ist. Das ist wesentlich später als nach Rule 21 des City Code, wonach diese Pflicht für den board der Zielgesellschaft schon vor der Abgabe des Angebots einsetzt.

<sup>488</sup> Im Folgenden ist darunter die Neutralitäts- oder Stillhaltepflicht des Leitungsorgans der Zielgesellschaft im Fall eines feindlichen Übernahmeversuchs gemeint; im deutschen Recht kann anstatt vom Leitungsorgan vom Vorstand gesprochen werden, weil es börsennotierte Aktiengesellschaften sind, die Ziel feindlicher Übernahmen sind.

sellschaft vor, nannte aber zugleich Ausnahmen, insbesondere die Abwehrmaßnahmen, die von den Aktionären durch einen Hauptversammlungsbeschluss während der Frist des Angebots gebilligt wurden. So hatte spätestens nach Erhalt der in Art. 6 Abs. 1 Satz 1 EU-RiL genannten Informationen, durch die das Ergebnis des Angebots bekanntgemacht oder das Angebot hinfällig wurde, das Leitungs- oder das Verwaltungsorgan der Zielgesellschaft mit Ausnahme der Suche nach konkurrierenden Angeboten den Abschluss jedweder Handlung zu unterlassen, durch die das Angebot vereitelt würde, es sei denn, die Hauptversammlung hatte während der Frist für die Annahme des Angebots zuvor ihre Zustimmung dazu erteilt<sup>489</sup>. Die ausdrückliche Festlegung der Zustimmung durch die Hauptversammlung während der Laufzeit des Angebots sollte den Aktionären eine Entscheidung in voller Kenntnis der Angebotsbedingungen ermöglichen<sup>490</sup> und die Verteidigungsmöglichkeiten der Geschäftsleitung gegen die feindliche Übernahme einschränken. Danach bedurften während der Phase des Übernahmeangebots alle Verteidigungsmaßnahmen des Vorstands außer der Suche nach einem anderen potentiellen Bieter der Zustimmung der Aktionäre (Art. 8 Abs. 1a EU-RiL)<sup>491</sup>. Auf Abwehrmaßnahmen vor dem Übernahmeangebot, sog. *prebid defenses*, ging die Richtlinie grundsätzlich nicht ein<sup>492</sup>.

### 3. Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

Einen der Kernbereiche des neuen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes stellt der §33 WpÜG dar, in welchem die Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten nunmehr ihre rechtliche Regelung gefunden haben<sup>493</sup>. Die in §33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG enthaltene Neutralitätspflicht ist allerdings nicht ausdrücklich als solche benannt. Die Rede ist nur von Handlungen des Vorstands der Zielgesellschaft. Danach darf der Vorstand der Zielgesellschaft von der Ankündigung des Angebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses grundsätzlich keine Handlungen vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte<sup>494</sup>. Dieses Verhinderungsverbot reicht theoretisch ziemlich weit. Unzulässig sind bereits Handlungen, die objektiv geeignet sind, ein Übernahmeangebot zu verhindern. Ob

<sup>489</sup> Vgl. Neye in AG 7/2000, S. 296; Kirchner in AG 11/99, S. 482.

<sup>490</sup> Vgl. Mülbart in IStR 3/99, S. 87.

<sup>491</sup> Vgl. Kort in FS Lutter, S. 1423.

<sup>492</sup> Vgl. Hopt in FS Lutter, S. 1366.

<sup>493</sup> Vgl. Winter/Harbarth in ZIP 1/2002, S. 1; Schwennicke in Geibel/Süßmann, §33 Rn. 10.

<sup>494</sup> Vgl. Krause in NJW 10/2002, S. 711; Winter/Harbarth in ZIP 1/2002, S. 3.

die Handlung das Angebot tatsächlich verhindert oder von einer Vereitelungsabsicht getragen wird, ist unerheblich.

Der Gesetzgeber hat das Konzept der grundsätzlichen Neutralitätspflicht durch Schaffung von Ausnahmetatbeständen in §33 Abs. 1 Satz 2 WpÜG relativiert. Danach darf der Vorstand Handlungen vornehmen, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsführer einer Gesellschaft, die nicht Ziel eines Übernahmeangebots ist, vorgenommen hätte (§33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 1 WpÜG), er darf nach einem freundlich gesonnenem Dritten suchen, der ein konkurrierendes Übernahmeangebot abgibt (§33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 2 WpÜG) und er darf Handlungen vornehmen, denen der Aufsichtsrat zugestimmt hat (§33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 3 WpÜG)<sup>495</sup>. Die Vorschriften des Aktienrechts bleiben hiervon unberührt. Die klassischen Abwehrmaßnahmen stoßen daher nach wie vor an Grenzen.

Die Ausnahmegesamtheit für Handlungen, denen der Aufsichtsrat zugestimmt hat (§33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 3 WpÜG), wird voraussichtlich die stärkste Bedeutung zukommen. Der Vorstand kann mit Zustimmung des Aufsichtsrats allerdings nur solche Handlungen vornehmen, für die er auch aktienrechtlich geschäftsführungsbefugt ist. Bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen, die das Tätigwerden von Vorstand und Hauptversammlung voraussetzen, wäre dies der Fall, nachdem die Hauptversammlung den ihrerseits erforderlichen Beschluss gefasst hat<sup>496</sup>.

Demgegenüber dürfte die Ausnahmegesamtheit für Handlungen, zu denen die Hauptversammlung den Vorstand ermächtigt hat (§33 Abs. 2 WpÜG), eher geringe Bedeutung zukommen. Ihr Wortlaut erfasst Ermächtigungsbeschlüsse, die vor der Ankündigung eines Übernahmeangebots gefasst werden (sog. Vorratsbeschlüsse). Diese Beschlüsse

<sup>495</sup> Vgl. Winter/Harbarth in ZIP 1/2002, S. 3; Krause in NJW 10/2002, S. 712.

<sup>496</sup> Vgl. Krause in NJW 10/2002, S. 712: „Der Vorstand wäre demnach geschäftsführungsbefugt für die Ausgabe neuer Aktien aus genehmigtem Kapital (§202 Abs. 2 AktG) und für den Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre (§203 Abs. 2 AktG), wenn genehmigtes Kapital zur Verfügung steht und er von der Hauptversammlung zum Bezugsrechtsausschluss ermächtigt worden ist. Demnach scheint der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats ein Aktienpaket an einen freundlichen Dritten ausgeben zu können. Die Schlagkraft dieser Abwehrmaßnahme ist jedoch begrenzt, weil genehmigtes Kapital nur in Höhe von maximal 50% des Grundkapitals bestehen kann (§202 Abs. 3 Satz 1 AktG), weil unklar ist, ob die Erleichterungen des Bezugsrechtsausschluss gemäß der Siemens/Nold-Entscheidung des BGH auch bei der Leistung von Bareinlagen gelten und ob die Abwehr eines feindlichen Übernahmeangebots ein Zweck ist, der den Bezugsrechtsausschluss rechtfertigen kann, und weil, wenn das Bezugsrecht ausgeschlossen ist, der Vorstand verpflichtet ist, für die auszugebenden Aktien den besten Preis zu erzielen. Geschäftsführungsbefugt wäre er auch für den Erwerb und die Veräußerung eigener Aktien auf der Grundlage des §71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, bei der Veräußerung der auf dieser Grundlage erworbenen eigenen Aktien stellen sich wegen des Verweises auf §186 Abs. 3, 4 AktG aber ähnliche Probleme wie bei der Ausnutzung genehmigten Kapitals, und für die Veräußerung von Unternehmen und Tochtergesellschaften unterhalb der Holzmüller-Schwelle.“

müssen die zulässigen Handlungen der Art nach bestimmen, bedürfen einer Kapitalmehrheit von mindestens 75% und können die Ermächtigung nur für höchstens 18 Monate erteilen; Maßnahmen auf ihrer Grundlage bedürfen der Zustimmung des Aufsichtsrats (§33 Abs. 2 Satz 1 - 4 WpÜG). Dieses Zustimmungserfordernis besteht ganz unabhängig davon, ob sich ein solches aus der Satzung der Zielgesellschaft oder dem allgemeinen Aktienrecht ableiten lässt. Wegen §33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 3 WpÜG dürfte es für Vorratsbeschlüsse, wenn überhaupt nur noch einen begrenzten Anwendungsbereich geben, sieht man einmal davon ab, dass wahrscheinlich nur wenige Vorstände ihren Aktionären vorschlagen dürften, einen solchen zu fassen, denn mit diesem Beschlussvorschlag signalisieren sie dem Markt, dass sie selbst die Gesellschaft als Übernahmekandidat ansehen<sup>497</sup>. Grundsätzlich könnte der Vorstand per Vorratsbeschluss ermächtigt werden, Vermögensgegenstände der Gesellschaft zu veräußern, um sie für den Bieter unattraktiv zu machen. Dies stößt jedoch an aktienrechtliche Grenzen: Eine Veräußerung diesen Umfangs dürfte jedenfalls in vielen Fällen tief in die Mitgliedschaftsrechte und Vermögenspositionen der Aktionäre eingreifen und daher nur auf der Grundlage eines Holzmüller-Beschlusses erfolgen können. Holzmüller-Beschlüsse sollen zwar auch als Ermächtigungsbeschlüsse und damit quasi auf Vorrat gefasst werden können. Jedoch werden so hohe Anforderungen an den Bericht des Vorstands gestellt<sup>498</sup>, dass der Hauptversammlung wohl nur ein konkretes Veräußerungsprojekt zur Beschlussfassung vorgelegt werden könnte<sup>499</sup>.

### c) Die Ausnahme zum Neutralitätsgebot

Der Vorstand der Zielgesellschaft unterliegt, wie schon zuvor angesprochen wurde, bei der Entscheidung über seine Reaktion auf einen Übernahmever such keinem umfassenden, uneingeschränkten Neutralitätsgebot. Ihm steht vielmehr ein unternehmerisches Handlungsermessen zu, das ihm sowohl bei der Leitung als auch bei der Geschäftsführung der Gesellschaft eingeräumt ist. Das Handeln des Vorstands bestimmt sich auch nach dem Unternehmensinteresse der Gesellschaft, das nicht notwendig mit den Aktionärsinteressen identisch sein muss. Liegt ein Übernahmeangebot nicht im Interesse des Unternehmens, so müssen Vorstand und Aufsichtsrat ohne Haftungsrisiko berechtigt

<sup>497</sup> Vgl. Zschocke in DB 2/2002, S. 83; Krause in NJW 10/2002, S. 712.

<sup>498</sup> Vgl. Lutter/Leinekugel in ZIP 19/98, S. 814.

<sup>499</sup> Vgl. Krause in NJW 10/2002, S. 713; Winter/Harbarth in ZIP 1/2002, S. 12.

sein, hierauf in geeigneter Weise hinzuweisen und Maßnahmen zu ergreifen, um die Übernahme abzuwenden<sup>500</sup>.

Im Interesse des Unternehmens ist somit im Fall einer drohenden Schädigung der Gesellschaft ein Handeln des Vorstands geboten. Insoweit ist zunächst festzuhalten, dass im Eintritt der Abhängigkeit (§17 AktG) an sich keine Schädigung der Gesellschaft selbst liegen kann. Denn ein erfolgreiches Übernahmeangebot kann allenfalls in Ausnahmefällen eine drohende Schädigung der Gesellschaft bewirken. Die Änderung der Zusammensetzung des Aktionärskreises stellt unmittelbar dann eine Gefahr für das Unternehmen dar, wenn damit Gesetzesverstöße verbunden sind, der Erwerber die Ausrichtung des Unternehmens auf gesetzwidrige Aktivitäten plant<sup>501</sup>, oder die Existenz oder das Wohl der Gesellschaft in Gefahr ist<sup>502</sup>. Wo hier die entscheidenden Grenzen zu ziehen sind, wird am Einzelfall zu beurteilen sein<sup>503</sup>.

Erkennt man für derartige Situationen eine Schädigung der Gesellschaft an, entfällt die in §76 AktG und den Übernahmeregelungen gründende Pflicht des Vorstands zur Neutralität. Ganz unproblematisch ist diese Ausnahme vom Verbot von Abwehrmaßnahmen des Vorstands jedoch nicht. Denn zum einen kann die bloße Befürchtung, es könne zu Unregelmäßigkeiten oder auch Gesetzesverstößen kommen, nicht ausreichen, will man das Neutralitätsgebot nicht über die Hintertür wieder abschaffen. Erforderlich wäre zumindest, dass der Gesetzesverstoß ernsthaft droht, nicht unerheblich ist und vor allem mit der Übernahme selbst zusammenhängt. Insbesondere bei Verstößen gegen das

<sup>500</sup> Vgl. Thümmel in DB 8/2000, S.463.

<sup>501</sup> Vgl. Mertens in KK, 2. Aufl., §76 Rn. 26; Mülbert in IStR 3/99, S. 89: „Nach Mertens ist dies denkbar, wenn der Bieter einer verbrecherischen Organisation angehört, einer Mafia-Organisation oder ein politisch exponierter ausländischer Staat ist, dessen Beteiligung an der Gesellschaft erhebliche Gegenreaktionen der Kunden am Markt auslösen würde. Möglich ist aber auch, dass bei dem neuen Großaktionär wichtige Kooperationen scheitern, dass Entflechtungen notwendig werden oder dass bestimmte Auslandsmärkte verlorengehen.“

<sup>502</sup> Vgl. Hopt in Großkomm., §93 Rn. 125; Kort in FS Lutter, S. 1436: „Geht es darum, dass ein Wettbewerber das Unternehmen übernehmen will, um es in existenzbedrohender oder existenzvernichtender Weise „auszuschlachten“, so wird der Vorstand verpflichtet sein, Abwehrstrategien unabhängig davon zu ergreifen, ob diese geplante Ausbeutung gesetzwidrig ist oder lediglich ansonsten dem Unternehmensinteresse zuwider läuft.“

<sup>503</sup> Vgl. Kort in FS Lutter, S. 1437: „Da das Image eines Unternehmens für dessen Stellung am Markt und damit für die Unternehmensbewertung eine große Bedeutung haben kann, handelt es sich in solchen Fällen keineswegs bloß um eine angebliche Beeinträchtigung von Marktchancen. Imagefragen spielen heute bei der Beurteilung der Marktstellung insbesondere von global operierenden Unternehmen eine große Rolle. Im Zuge der Globalisierung und des auf deutscher und europäischer Ebene erwünschten Marktes für Unternehmensübernahmen besteht kein Raum für einen allgemeinen Überfremdenschutz, sondern lediglich die Möglichkeit und oft sogar Pflicht des Vorstands der Zielgesellschaft, solche Bieter abzuwehren, deren Einflußnahme auf die Zielgesellschaft eindeutig imageschädigend wäre.“

Wettbewerbsrecht wird nicht der Vorstand der Gesellschaft dies zu verhindern haben, sondern die dafür zuständige Kartellbehörde.

Jedenfalls sollte man bei der Anerkennung dieser Fallgruppen verlangen, dem Vorstand die Beweislast dafür aufzuerlegen, dass dem Unternehmen am Markt ein nicht unerheblicher Nachteil droht und zu dessen Abwehr Maßnahmen zwingend geboten sind<sup>504</sup>. Ob sich eine solch konkrete Gefahr der Schädigung allerdings schon im Vorfeld einer Übernahme indizieren lässt, wird zu bezweifeln sein, da zu diesem Zeitpunkt noch kein Übernahmeangebot vorliegt und meistens noch nicht einmal ein konkret bestimmbarer Bieter ausfindig zu machen ist. Allein aufgrund von Spekulationen über Unternehmen als mögliche Bieter kann jedenfalls noch keine Gefahr für das Unternehmen als Zielgesellschaft gestützt werden. Daher wird der Vorstand bei Abwehrhandlungen gegen zukünftige Übernahmeangebote an das Mitwirken der Hauptversammlung gebunden sein, da in dieser Phase normalerweise noch keine Ausnahme von der Neutralitätspflicht indiziert ist.

### **III. Die Maßnahmen vor Abgabe eines Übernahmeangebots**

Die verschiedenen Alternativen zur Abwehr gegen eine unerwünschte Übernahme können in zeitlicher Hinsicht danach unterschieden werden, ob sie vorbeugend oder erst als Reaktion auf ein Übernahmeangebot eingesetzt werden. Danach unterscheidet man zwischen Maßnahmen, die einen eventuellen, in der Zukunft liegenden Übernahmever such durch den Aufbau von Schranken verhindern sollen (Vorbeugungsmaßnahmen) und solchen Maßnahmen, die der direkten Abwehr von vorliegenden Übernahmever such dienen (Verteidigungsmaßnahmen)<sup>505</sup>.

Die meisten Abwehrmaßnahmen vor Abgabe eines Übernahmeangebots bedürfen einer von der Hauptversammlung zu beschließenden Satzungsänderung, da sie in die verfassungsmäßige Struktur der Gesellschaft eingreifen<sup>506</sup>. Aus der Sicht des Gesellschafts-

<sup>504</sup> Vgl. Hopt in ZGR 4/93, S. 554.

<sup>505</sup> Vgl. Kessler in AG 2/95, S. 121; Ebenroth/Daum in DB 22/91, S. 1157.

<sup>506</sup> Vgl. Herrmann, S. 23; Schanz in NZG 7/2000, S. 341; Ebenroth/Daum in DB 22/91, S. 1157: „Das Hauptaugenmerk liegt hier auf der vorbeugenden Abwehr unerwünschter Übernahmever such, denn für die Abwehr direkter Angriffe erweist sich die Hauptversammlung als zu langsam und ihre Vorgehensweise als zu schwerfällig. Weiterhin entsteht durch ihre Einschaltung eine Publizität, die unter Umständen nicht gewollt ist. Wo es wie bei der Abwehr konkreter Angriffe auf schnelle Entscheidungen ankommt, ist folglich in erster Linie der innerhalb seiner Entscheidungsbefugnisse handelnde Vorstand der Aktiengesellschaft gefragt.“

rechts bestehen keine Bedenken gegen die Zulässigkeit solcher von der Hauptversammlung beschlossener Vorkehrungen<sup>507</sup>.

Denn das Ziel des Übernehmenden ist es, die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erlangen, und dies erreicht er im Regelfall durch den Kauf von Aktien zur Erlangung einer Mehrheit. Es findet somit eine Änderung der Eigentümerstrukturen statt. Abwehrmaßnahmen sollen genau diese Änderungen verhindern. Sollten die Eigentümerstrukturen von den Eigentümern selbst geschützt werden, so bei Abwehrmaßnahmen im Rahmen von Satzungsänderungen, so ist, jedenfalls was die Zuständigkeit der Hauptversammlung betrifft, keinerlei rechtliche Kritik angebracht. Als Vertretung der Anteilseignerschaft ist die Hauptversammlung weitgehend frei in der Wahl ihrer Abwehrmittel. Beruhen die Abwehrstrategien des Vorstands somit auf einem Hauptversammlungsbeschluss oder einer Satzungsänderung und hält sich der Vorstand an diesen vorgegebenen Rahmen, so sind diese Abwehrmaßnahmen auch zulässig. Gemeinsam ist allen Maßnahmen der Zweck, die Erreichung der Kontrolle über eine Gesellschaft durch Dritte zu verhindern oder zumindest zu erschweren<sup>508</sup>. Ob die Abwehrmaßnahmen allerdings unter dem Gesichtspunkt des Gleichbehandlungsgrundsatzes und anderer aktienrechtlicher Grundsätze rechtswirksam sind, muss bei den einzelnen Maßnahmen geprüft werden<sup>509</sup>. Durch die Änderung der Rechtsprechung des BGH zum genehmigten Kapital unter Bezugsrechtsausschluss im Fall Siemens/Nold<sup>510</sup> und der Änderung des Aktiengesetzes durch die Umsetzung des KonTraG<sup>511</sup> haben sich grundlegend neue Perspektiven für die Verteidigung der Zielgesellschaft ergeben.

#### a) Das Höchststimmrecht

Das in der Vergangenheit wohl am meisten verbreitete Abwehrmittel bestand in der Einführung des sog. Höchststimmrechts. Dieses Institut ermöglichte die Stimmkraft, die

<sup>507</sup> Vgl. Schanz in NZG 7/2000, S. 340; Ebenroth/Daum in DB 22/91, S. 1157.

<sup>508</sup> Vgl. Schanz in NZG 7/2000, S. 341; Otto in Beilage Nr. 12 zu DB 29/88, S. 6; Michalski in AG 4/97, S. 154: Ausgelöst durch spektakuläre Aktienpaketkäufe einiger Ölstaaten hatte sich bereits Mitte der 70er Jahre ein rege Diskussion der Möglichkeiten der Abwehr unerwünschter Beteiligungen entfaltet. Unter der Überschrift „Schutz der deutschen Wirtschaft gegen Überfremdung“ wurde immer mit Blickrichtung auf die rechtspolitisch als unerwünscht angesehene Beteiligung ausländischer Investoren an deutschen Großunternehmen nach Abwehrmaßnahmen geforscht.

<sup>509</sup> Vgl. Ebenroth/Daum in DB 22/91, S. 1157.

<sup>510</sup> Vgl. BGHZ 136, 133.

<sup>511</sup> Das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich – (KonTraG) vom 27.4.1998, abgedruckt im BGBl. I S. 786.

dem einzelnen Aktionär aus seinem Aktienbesitz zusteht und die normalerweise durch den Nennbetrag seiner Aktien bestimmt wird, nach oben zu begrenzen. Das Höchststimmrecht hinderte also den Übernehmenden auch bei einer erfolgreichen Übernahme daran, die für den Hauptversammlungsbeschluss erforderliche Stimmenmehrheit zu erlangen, und insoweit schien das Höchststimmrecht ein probates Mittel gegen Übernahmeversuche zu sein<sup>512</sup>.

Nach §134 Abs. 1 Satz 2 AktG kann in der im Zuge von Art. 1 Nr. 20 KonTraG 1998 novellierten Fassung jedoch ein neues Höchststimmrecht für Aktien nur bei solchen Aktiengesellschaften vorgesehen werden, die nicht börsennotiert im Sinne von §3 Abs. 2 AktG sind. Die Übergangsfrist für Höchststimmrechte bei börsennotierten Gesellschaften, die vor dem 1. Mai 1998 in der Satzung vorgesehen waren, ist gemäß §5 Abs. 7 EGAktG am 1. Juni 2000 ausgelaufen. Damit dienen Höchststimmrechte bei den für Übernahmeversuche interessanten börsennotierten Aktiengesellschaften nicht mehr länger als Verteidigungsmittel.

Begründet wird dies damit, dass das Höchststimmrecht die freie Kursbildung und Handelbarkeit der Aktie am Kapitalmarkt einschränke und damit der erklärten Intention des KonTraG, den Kapitalmarkt Deutschland attraktiver zu gestalten, widerspricht. Deshalb erfolgt mit dem KonTraG die Aufhebung der Möglichkeit, in der Satzung das Instrument des Höchststimmrechts zur Abwehr von feindlichen Übernahmen vorzusehen. Außerhalb des Bereichs börsennotierter Aktiengesellschaften mag die Möglichkeit, Höchststimmrechte in der Satzung zu begründen, dem Grundsatz der Satzungsautonomie entsprechen, bei börsennotierten Gesellschaften ist hingegen eine Stärkung der Kapitalmarktfreiheit zu begrüßen<sup>513</sup>.

#### **b) Das Mehrstimmrecht**

Eine weitere Möglichkeit der Beeinflussung der Stimmrechtsmacht der Aktionäre und damit indirekt eine Möglichkeit, den Kreis der Aktionäre festzulegen, stellten die bis 1998 mit ministerieller Genehmigung möglichen Mehrstimmrechte gemäß §12 Abs. 2 AktG a.F. dar. Durch Art. 1 Nr. 3 KonTraG ist §12 Abs. 2 AktG dahingehend geändert worden, dass Mehrstimmrechte nunmehr generell unzulässig sind. Allerdings haben alte Mehrstimmrechte nach §5 Abs. 1 EGAktG noch bis zum 30. Mai 2003 Bestand. Der

<sup>512</sup> Vgl. Werner, S. 21; Hüffer, Komm. z. AktG, §134 Rn. 5 und 7.

<sup>513</sup> Vgl. Kort in FS Lutter, S. 1427, Claussen in DB 4/98, S. 181.

generellen Abschaffung des Mehrstimmrechts durch das KonTraG liegt das Konzept der Übereinstimmung von Kapitaleinsatz und Stimmrechtseinfluß zu Grunde, das zu einer Verbesserung der Eigentümerkontrolle der Aktiengesellschaft führen soll. Das früher als legitim angesehene Bedürfnis, sich gegen Überfremdung der Aktiengesellschaft zur Wehr zu setzen, wird damit nicht mehr als schützenswert angesehen. Gegen Mehrstimmrechte spricht bereits, dass sie ihren Inhabern ein Einflußpotential sichern, das nicht deren Risikobeteiligung entspricht. Ebenso wie hinter der Abschaffung der Höchststimmrechte für börsennotierte Aktiengesellschaft steht auch hinter der generellen Abschaffung der Möglichkeit zur Einräumung von Mehrstimmrechten der Gedanke, den Kapitalmarktplatz Deutschland zu sichern und Abwehrstrategien der Gesellschafter gegen eine Veränderung des Gesellschafterkreises zu beschränken. Zwar geht diese kapitalmarktrechtliche Erhöhung der Attraktivität der Aktiengesellschaft zu Lasten der Privatautonomie der Aktionäre. Es entspricht aber dem kapitalistischen Charakter der Aktiengesellschaft, dass grundsätzlich jede Aktie dasselbe Stimmgewicht hat<sup>514</sup>.

### c) Das genehmigte Kapital unter Bezugsrechtsausschluss

Als die wohl schlagkräftigste Verteidigungsmöglichkeit gegen feindliche Übernahmeangebote steht gemäß den §§202 ff. AktG eine Kapitalerhöhung im Wege des genehmigten Kapitals unter Bezugsrechtsausschluss im Vordergrund der Debatte über mögliche Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote.

Das Ziel des genehmigten Kapitals ist, die neu ausgegebenen Aktien bei einem oder mehreren der Verwaltung wohlgesonnenen Investoren zu plazieren und einen Zugriff des Bieters auf das neu ausgegebene Kapital zu verhindern. Dadurch wird der Anteil des Streubesitzes am Grundkapital der Zielgesellschaft in seiner relativen Stimmkraft derart herabgemindert, dass sein Erwerb für die Bietergesellschaft nicht ausreicht, um die Kontrolle über die Gesellschaft zu erlangen<sup>515</sup>. Das genehmigte Kapital<sup>516</sup> ist somit nur dann ein taugliches Abwehrmittel, wenn gleichzeitig auch ein Bezugsrechtsausschluss für bestimmte Aktionäre vereinbart wird, denn ohne Bezugsrechtsausschluss könnte der

<sup>514</sup> Vgl. Claussen in DB 4/98, S. 178; Hüffer, Komm. z. AktG, §12 Rn. 8; Schanz in NZG 7/2000, S. 342.

<sup>515</sup> Vgl. Wolf in AG 5/98, S. 213; Michalski in AG 4/97, S. 160.

<sup>516</sup> Vgl. Kort in FS Lutter, S. 1431: „Die Möglichkeit zur Kapitalerhöhung mittels genehmigten Kapitals dient zwar der Stärkung der Vorstandskompetenz. Die Einräumung dieser Möglichkeit ist aber dem Satzungsgeber (§202 Abs. 1 AktG) oder der Hauptversammlung (§202 Abs. 2 Satz 1 AktG) durch Satzungsänderung vorbehalten. Das ist nur konsequent, denn auch die Kapitalerhöhung im Wege des genehmigten Kapitals ist eine Strukturänderung der Aktiengesellschaft, die eine Entscheidung der Gesellschafter erfordert.“

Bieter, der in der Regel schon ein Aktienpaket in Besitz hat, ohne weiteres mitziehen<sup>517</sup>. Im Zuge der Kapitalerhöhung kann der Vorstand dann den Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung durch den feindlichen Bieter verhindern oder zumindest erschweren<sup>518</sup>.

Dabei hat die Entwicklung der Rechtsprechung zum genehmigten Kapital unter Bezugsrechtsausschluss mit der Siemens/Nold-Entscheidung<sup>519</sup> des BGH vom 23. Juni 1997 eine entscheidende Kehrtwende von der bisher vertretenen Auffassung der Rechtsprechung<sup>520</sup> eingeleitet. Der BGH hat im Interesse schnellerer und flexiblerer Handlungsoptionen der Gesellschaft für beide Varianten des Bezugsrechtsausschlusses in §203 AktG die Anforderungen entscheidend herabgesetzt. Nach dem amtlichen Leitsatz seiner Entscheidung<sup>521</sup> vom 23. Juni 1997 soll im Rahmen genehmigten Kapitals der Bezugsrechtsausschluss durch die Hauptversammlung oder den zur Ausschließung ermächtigten Vorstand schon dann zulässig sein, wenn die Maßnahme, zu deren Durchführung der Vorstand ermächtigt werden soll, im wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft liegt (Wahrung des Gesellschaftsinteresses) und der Hauptversammlung allgemein und in abstrakter Form bekanntgegeben wird (Informationserfordernis). Konkrete Anhaltspunkte für die sachliche Rechtfertigung im Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses sind mithin nicht mehr erforderlich. Vielmehr soll der Vorstand bei einer Realisierung der Maßnahme zu einem späteren Zeitpunkt aufgrund der allgemeinen Umschreibung im Hauptversammlungsbeschluss in eigener Verantwortung prüfen, ob der konkret vorliegende Sachverhalt den Bezugsrechtsausschluss bei der Durchfüh-

---

<sup>517</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §203 Rn. 8, 21: „Danach können die Gründer (§202 Abs. 1 AktG) oder die Hauptversammlung (§202 Abs. 2 Satz 1 AktG) das gesetzliche Bezugsrecht der Aktionäre bereits in der Ermächtigung gemäß §203 Abs. 1 Satz 1 AktG i.V.m. §186 Abs. 3 und 4 AktG verbindlich ausschließen. Dem Vorstand verbleibt damit die Entscheidung, ob und in welchem Umfang genehmigtes Kapital ausgeübt wird. Davon abweichend erlaubt §203 Abs. 2 Satz 1 AktG den Gründern bzw. der Hauptversammlung, den Vorstand im Beschluss über das genehmigte Kapital zu ermächtigen, das Bezugsrecht mit Zustimmung des Aufsichtsrats (§204 Abs. 1 Satz 2 AktG) auszuschließen. Dies ermöglicht dem Vorstand, durch eigene Entscheidung das gesetzliche Bezugsrecht der Aktionäre auszuschließen. Der Ermächtigungsbeschluss über das genehmigte Kapital muss diese Befugnis dem Vorstand allerdings ausdrücklich zusprechen.“

<sup>518</sup> Vgl. Wolf in AG 5/98, S. 215; Kort in FS Lutter, S. 1431.

<sup>519</sup> Vgl. BGHZ 136, 133.

<sup>520</sup> Vgl. BGHZ 125, 239.

<sup>521</sup> Vgl. den Leitsatz des BGH: „1. Im Rahmen des genehmigten Kapitals kann die Hauptversammlung das Bezugsrecht der Aktionäre dann ausschließen oder den Vorstand zu dem Bezugsrechtsausschluss ermächtigen, wenn die Maßnahme, zu deren Durchführung der Vorstand ermächtigt werden soll, im wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft liegt und der Hauptversammlung allgemein und in abstrakter Form bekannt gegeben wird; 2. Der Vorstand darf von der Ermächtigung zur Kapitalerhöhung und zum Bezugsrechtsausschluss nur dann Gebrauch machen, wenn das konkrete Vorhaben seiner abstrakten Umschreibung entspricht und auch im Zeitpunkt seiner Realisierung noch im wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft liegt. Er hat diesen Umstand im Rahmen seines unternehmerischen Ermessens sorgfältig zu prüfen“, abgedruckt in ZIP 34/97, S. 1499; NJW 42/97, S. 2815.

nung der Maßnahme im wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft rechtfertigt. Bemerkenswert ist, dass der Senat in diesem Rahmen keine Unterscheidung zwischen den beiden Varianten des genehmigten Kapitals in den §203 Abs. 1 und 2 AktG macht<sup>522</sup>.

Nunmehr kann nicht nur ein genehmigtes Kapital ohne Bezugsrechtsausschluss zum Erwerb von anderen Unternehmen durch die Gesellschaft geschaffen werden, sondern auch, legt man dem Urteil eine weite Interpretation zugrunde<sup>523</sup>, eine sog. Vorratsermächtigung zur Schaffung eines genehmigten Kapitals zur Übernahmeabwehr<sup>524</sup>. Nach der bisherigen Auffassung der Rechtsprechung war eine Vorratsermächtigung unzulässig, da es in diesem frühen Stadium der Schaffung genehmigten Kapitals an der geforderten Konkretetheit des zu verteidigenden Unternehmensinteresses und dementsprechend an der Konkretetheit des zu erstellenden Vorstandsberichts mangelt. Der BGH hat dies für den Fall des §203 Abs. 1 AktG entschieden, doch kann für §203 Abs. 2 AktG nichts anderes gelten. Danach muss die Ermächtigung unter Bezugsrechtsausschluss bei generell-abstrakter Beurteilung im Gesellschaftsinteresse liegen. Auf diese Weise wird die Hauptversammlung in die Lage versetzt, allein anhand der abstrakt umschriebenen Voraussetzungen des von dem Vorstand dargelegten Vorhabens zu prüfen, ob bei der Schaffung genehmigten Kapitals der Ausschluss des Bezugsrechts gerechtfertigt ist oder der Vorstand zu einer solchen Maßnahme ermächtigt werden soll. Dagegen ist nicht zu prüfen, ob sie zur Förderung des Gesellschaftszwecks geeignet und erforderlich sowie nach Abwägung verhältnismäßig ist.<sup>525</sup>

Darüber hinaus bleiben die materiell-rechtlichen Anforderungen an die sachliche Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses als solche von der Entscheidung des BGH unberührt. Allein der Zeitpunkt, wann die rechtfertigenden Umstände vorliegen müssen,

---

<sup>522</sup> Vgl. Schanz in NZG 7/2000, S. 343: „So musste nach der bis dahin herrschenden Meinung im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung das Vorhaben, zu dessen Ermöglichung das Bezugsrecht ausgeschlossen werden sollte, bereits in seinen konkreten Zügen bekannt sein. Dies ist bei der Schaffung von Verteidigungsinstrumenten gegen künftige Übernahmeversuche regelmäßig nicht der Fall. Die bloße theoretische Gefahr einer Übernahme reichte noch nicht aus, auch mag in Ausnahmefällen zur Zeit des Hauptversammlungsbeschlusses sogar der Name eines potentiellen Interessenten bekannt gewesen sein, nicht aber die Modalitäten der Übernahme. Daher haben die Voraussetzungen zur Schaffung genehmigten Kapitals wegen Abwehr künftiger Übernahmeversuche regelmäßig nicht vorgelegen“; Bungert in NJW 8/98, S. 490.

<sup>523</sup> Vgl. Bungert in NJW 8/98, S. 492: „Der weit gefasste Leitsatz des BGH kann möglicherweise dahingehend gedeutet werden, dass diese Liberalisierung auch für den Bezugsrechtsausschluss beim genehmigten Kapital für Barkapitalerhöhungen gilt. Wohl verfrüht wäre aber die These, dass nunmehr allgemein das Verhältnismäßigkeitsanfordernis beim Bezugsrechtsausschluss zu Grabe getragen worden wäre, es wurde jedoch zweifelsohne aufgelockert.“

<sup>524</sup> Vgl. Kindler in ZGR 1/98, S. 62; Bungert in NJW 8/98, S. 490.

<sup>525</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §203 Rn. 27.

wird entscheidend modifiziert. Dadurch bedarf der Ausschluss des Bezugsrechts durch den Vorstand nach §203 Abs. 2 AktG aber einer sachlichen Rechtfertigung. Er ist also nur zulässig, wenn er einem Zweck dient, der im Interesse der Aktiengesellschaft liegt, dafür geeignet ist und über dies erforderlich sowie verhältnismäßig ist. Dieser Grundsatz ist auch von der Rechtsprechung des BGH bestätigt worden. Demnach hat die Vorstandsprüfung gegenüber den früheren Anforderungen noch an Bedeutung gewonnen. Maßgeblich ist der Zeitpunkt der Vorstandsentscheidung. Der Vorstand kann sich also nicht allein auf das Gesellschaftsinteresse berufen, das bei seiner Ermächtigung bestand. An die Ermächtigung ist der Vorstand aber insoweit gebunden, als dass er nur im Rahmen ihrer das Bezugsrecht ausschließen darf<sup>526</sup>.

In Anwendung dieser Grundsätze auf den Sachkomplex der feindlichen Übernahme lassen erste Stimmen genügen, dass der Ermächtigungsbeschluss den potentiellen Übernehmenden und den vom Bezugsrechtsausschluss begünstigten Investor benennt. Hingegen genüge die generelle Formulierung Abwehr potentieller die Konzernbindung bezweckender Übernahmen grundsätzlich nicht. Bei einer derart abstrakten Vorgabe sei die Hauptversammlung nicht in der Lage, das Vorhaben ausreichend zu beurteilen. Doch bei genauer Betrachtung handelt es sich durchaus um eine konkrete Zielbestimmung, nämlich die Verteidigung der Autonomie der Gesellschaft, allerdings für eine unbestimmte Vielzahl von Situationen.

Das neue Verständnis der abstrakten Kennzeichnung des Vorhabens im Hauptversammlungsbeschluss bewirkt, dass die Prüfung der Voraussetzungen eines Bezugsrechtsausschlusses im Einzelnen dem Vorstand unterliegt, wenn er im weiteren Verlauf die Maßnahme im konkreten Einzelfall realisiert. Dies bedeutet eine Kontrollverschiebung: Vorrangige Bedeutung erlangt die Kontrolle der späteren Durchführung. Notwendigerweise verliert so die Vorkontrolle des Hauptversammlungsbeschlusses, die bislang wegen der

---

<sup>526</sup> Vgl. Wolf in AG 5/98, S. 214; Hüffer, Komm. z. AktG, §203 Rn. 27; Kort in FS Lutter, S. 1432: „Der Wegfall des Erfordernisses der sachlichen Rechtfertigung gilt allerdings nur für die Fälle, in denen die Hauptversammlung mit dem Beschluss über die Ermächtigung des Vorstands, eine Kapitalerhöhung im Wege des genehmigten Kapitals durchzuführen, gleichzeitig selbst den Beschluss über den Bezugsrechtsausschluss faßt (§203 Abs. 1 AktG). Ermächtigt hingegen die Hauptversammlung den Vorstand dazu, im Rahmen einer Kapitalerhöhung mittels genehmigten Kapitals selbst über den Ausschluss des Bezugsrechts zu entscheiden (§203 Abs. 2 Satz 1 AktG), so bedarf der Bezugsrechtsausschluss durch den Vorstand weiterhin einer sachlichen Rechtfertigung. Hieran hat auch die Siemens/Nold-Entscheidung des BGH nichts geändert, da diese sich ersichtlich nicht auf einen Fall des Bezugsrechtsausschlusses durch den Vorstand bezog. Insofern hat für den Fall des Bezugsrechtsausschlusses durch den Vorstand, der im Rahmen der Abwehr feindlicher Übernahmeveruche besonders relevant ist, die ältere Rechtsprechung zur sachlichen Rechtfertigung eines Bezugsrechtsausschlusses weiterhin Bedeutung.

geforderten Detailgenauigkeit im Vordergrund der Kontrollmöglichkeiten im Rahmen der §§202 ff. AktG stand, an Bedeutung. Sie entfällt aber keineswegs ganz. Vielmehr kann auch künftig schon der Hauptversammlungsbeschluss einer gerichtlichen Kontrolle unterworfen werden, um zu überprüfen, ob der Bezugsrechtsausschluss aufgrund der abstrakten Angaben unter Berücksichtigung der bis dahin bekannten Umstände gerechtfertigt erscheint<sup>527</sup>.

Danach kommt es darauf an, ob der vom Vorstand vorgesehene Bezugsrechtsausschluss als Abwehrmaßnahme geeignet, erforderlich und verhältnismäßig ist. Demgemäß ist zum einen zumindest plausibel darzulegen, dass eine das Gesellschaftsinteresse gefährdende feindliche Übernahme droht, und zum anderen, dass der Bezugsrechtsausschluss die richtige Maßnahme ist, den gesellschaftsintressewidrigen Übernahmeversuch abzuwehren<sup>528</sup>. Der Vorstand muss nach pflichtgemäßem unternehmerischen Ermessen während des Übernahmekampfes entscheiden, ob die Abwehr tatsächlich im Interesse der von ihm vertretenen Gesellschaft liegt oder ob nicht vielmehr eine Übernahme vorliegt, die für die eigene Gesellschaft erhebliche Synergieeffekte oder Entwicklungspotentiale birgt. Wäre dies der Fall, läge die Nutzung des genehmigten Kapitals unter Bezugsrechtsausschluss nicht im wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft<sup>529</sup>.

Im Rahmen der neueren Entwicklung der Rechtsprechung zum genehmigten Kapital mit Bezugsrechtsausschluss bereitet allerdings die Frage, wie eine etwaige Rechtswidrigkeit der Ausführungsmaßnahme geltend gemacht werden kann, erhebliche Probleme. Diese Kontrollproblematik soll jedoch aufgrund bloß abstrakter Darlegungen zur Erweiterung der unternehmerischen Handlungsoptionen bewußt in Kauf genommen worden sein. Der BGH verweist in seiner Entscheidung auf die Überprüfung der Maßnahme durch den Aufsichtsrat und die nächste Hauptversammlung sowie auf die Möglichkeit einer nachgängigen gerichtlichen Überprüfung und einer Schadensersatzpflicht des Vorstands<sup>530</sup>.

Danach wird die Einhaltung des Vorstandsermessens vom Aufsichtsrat kontrolliert, der gemäß §204 Abs. 1 Satz 2 Halbsatz 2 AktG seine Zustimmung zum Bezugsrechtsaus

---

<sup>527</sup> Vgl. Wolf in AG 5/98, S. 217.

<sup>528</sup> Vgl. Kort in FS Lutter, S. 1432.

<sup>529</sup> Vgl. Bungert in NJW 8/98, S. 492.

<sup>530</sup> Vgl. Wolf in AG 5/98, S. 218.

schluss durch den Vorstand erteilen muss<sup>531</sup>. Darüber hinaus kann die Hauptversammlung durch Beschlussfassung jeder Zeit den Ermächtigungsbeschluss abändern oder aufheben. Dabei sollte aber beachtet werden: Je länger der Beschluss zurückliegt, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Verteidigung der Autonomie nicht mehr dem Aktionärswillen entspricht. Daher wird von einem Teil der Literatur die Ansicht vertreten, abweichend von §202 Abs. 2 AktG die Geltung einer derart generalisierenden Ermächtigung auf maximal 18 Monate zu beschränken, um gegebenenfalls eine periodische Rückbindung an den Willen des aktuellen Aktionärskreises sicherzustellen<sup>532</sup>.

Die Ausgabe neuer Aktien aus genehmigtem Kapital wird in der Regel erst nach Abgabe eines Übernahmeangebots vorgenommen werden, da sie als Abwehrmaßnahme auf das konkret vorliegende Übernahmeangebot eingesetzt wird. Unter Einhaltung des §33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 3 WpÜG könnte der Vorstand der Zielgesellschaft mit Zustimmung des Aufsichtsrats die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals zur Abwehr einer feindlichen Übernahme durchführen<sup>533</sup>.

#### **d) Der Erwerb eigener Aktien**

Ähnliche Wirkungen wie mit dem Einsatz genehmigten Kapitals ließen sich durch den Erwerb eigener Aktien gemäß §71 AktG erreichen<sup>534</sup>. Durch den präventiven oder aktuellen Erwerb eigener Aktien durch den Vorstand der Zielgesellschaft, verringert die Gesellschaft einerseits den für den Bieter möglichen, zu erwerbenden Streubesitz und andererseits wird durch die gesteigerte Nachfrage und die Verknappung der Anzahl der Aktien der Aktienkurs der Gesellschaft erhöht und so die Übernahme zusätzlich erschwert. Mit dem Aufkauf der Aktien am Markt kann nicht nur die Zahl der verfügbaren Aktien verringert werden, vielmehr kann die Gesellschaft die so erworbenen Aktien wie bei einer Kapitalerhöhung anschließend bei befreundeten Investoren platzieren<sup>535</sup>.

Als Grund für den präventiven Erwerb eigener Aktien kommt nur die Abwehr einer drohenden Überfremdung der Gesellschaft in Betracht. §71 Abs. 1 AktG spricht die Frage der Zulässigkeit zur Abwehr einer drohenden Überfremdung im Vorfeld eines

<sup>531</sup> Vgl. Bungert in NJW 8/98, S. 490.

<sup>532</sup> Vgl. Mülbart in IStR 3/99, S. 90.

<sup>533</sup> Vgl. Winter/Harbarth in ZIP 1/2002, S. 9.

<sup>534</sup> Vgl. Schanz in NZG 7/2000, S. 345.

<sup>535</sup> Vgl. Wolf in AG 5/98, S. 213; Schanz in NZG 7/2000, S. 345.

feindlichen Übernahmeversuchs nicht explizit an<sup>536</sup>. Der Erwerb eigener Aktien nach §71 Abs. 1 Nr. 1 AktG kommt allenfalls dann in Betracht, wenn der Gesellschaft angesichts der drohenden Überfremdung ein schwerer, unmittelbar bevorstehender Schaden droht. Ob ein Schaden im Sinne von §71 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 AktG aber in der Beteiligung Dritter vorliegt, ist ausgesprochen zweifelhaft. Das Konzept einer börsennotierten Aktiengesellschaft besteht darin, dass sich die Aktionärsstruktur über den Markt entwickelt. Daher ist schon der Begriff der Überfremdung problematisch. Unzulässig ist es dabei insbesondere, eine mögliche Überfremdung aus der Sicht des Vorstands der Gesellschaft zu konstatieren. Diesem ist es wegen seiner Verantwortung gegenüber eventuell verkaufswilligen Aktionären untersagt, auf die Aktionärsstruktur Einfluß zu nehmen. Gerade weil die Aktiengesellschaft eine auf wechselnden Bestand ihrer Mitglieder ausgerichtete Gesellschaftsform ist, kann eine drohende Übernahme nicht in die Kategorie des Schadens gemäß §71 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 AktG eingeordnet werden, und zwar unabhängig davon, mit welchen Konsequenzen sie verbunden ist<sup>537</sup>.

Die Berechtigung des Vorstands zum Erwerb der eigenen Aktien ist selbst dann fraglich, wenn ein Wettbewerber die Übernahme der Gesellschaft in der Absicht plant, diese vom Markt zu verdrängen oder auszuplündern. Denn es ist zu berücksichtigen, dass die Entscheidung über das Fortbestehen der Gesellschaft nach erfolgreicher Übernahme nicht mehr in den Händen eines Fremden, sondern in denen des neuen Mehrheitseigentümers liegt. Dass aber der Mehrheitseigentümer „seine“ Aktiengesellschaft unter bestimmten Voraussetzungen liquidieren darf, ist unbestritten<sup>538</sup>.

Auch die im Zuge des KonTraG 1998 mit §71 Abs. 1 Nr. 8 AktG geschaffene Möglichkeit eines Erwerbs eigener Aktien ohne konkreten Grund auf der Basis eines zeitlich und inhaltlich limitierten Ermächtigungsbeschlusses stellt letztlich nur ausnahmsweise ein taugliches Mittel gegen einen Übernahmeversuch dar, denn diese Möglichkeit beschränkt sich auf einen Erwerb eigener Aktien in Höhe von maximal 10% des Grundkapitals, und dürfte daher wohl kaum abschreckende Wirkung besitzen<sup>539</sup>. Damit stellt der

---

<sup>536</sup> Wie sich bereits aus dem Wortlaut von §71 Abs. 1 AktG ergibt, handelt es sich dort um eine enumerative Aufzählung der Fälle zulässigen Aktienerwerbs durch die Gesellschaft selbst. Andere Fälle lassen einen Aktienerwerb durch die Gesellschaft nicht zu. Schon aus diesem Grund kann die drohende Überfremdung als solche nicht den Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft rechtfertigen.

<sup>537</sup> Vgl. Schander in BB 36/97, S. 1803; Michalski in AG 4/97, S. 155; Hopt in ZGR 4/93, S. 563; Kort in FS Lutter, S. 1428.

<sup>538</sup> Vgl. Michalski in AG 4/97, S. 155.

<sup>539</sup> Vgl. Kort in FS Lutter, S. 1428; Mülbart in IStR 3/99, S. 89; Claussen in DB 4/98, S. 179.

Erwerb eigener Aktien aufgrund der restriktiven Zulässigkeitsvoraussetzungen kein wirksames Mittel zur Abwehr feindlicher Übernahmeangebote dar<sup>540</sup>.

In der Phase nach Abgabe des Übernahmeangebots kann der Erwerb eigener Aktien vom Vorstand durchgeführt werden, soweit die Anforderungen des §33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 3 WpÜG eingehalten werden<sup>541</sup>.

#### e) Die vinkulierten Namensaktien

Zu den strukturellen Maßnahmen gegen eine feindliche Übernahme gehört auch die Emission von vinkulierten Namensaktien. Die in §68 Abs. 2 Satz 4 AktG eingeräumte Möglichkeit, durch Satzungsregelung die Übertragung von Namensaktien an die Zustimmung des Vorstands oder eventuell des Aufsichtsrats zu binden, kommt praktisch allerdings nur im Stadium der Ausgabe der Aktien in Betracht, da die nachträgliche Vinkulierung wegen §180 Abs. 2 AktG die Zustimmung aller betroffenen Aktionäre erfordert. Für große Publikumsgesellschaften dürfte dieses Verfahren damit kaum in Betracht kommen<sup>542</sup>.

Wurde in der Satzung nicht von der durch §68 Abs. 2 Satz 4 AktG eingeräumten Möglichkeit Gebrauch gemacht, Gründe zu bestimmen, aus denen die Zustimmung verweigert werden kann, oder sind diese nicht abschließend, so stellt sich die Frage, ob der Vorstand oder das andere hierfür zuständige Organ, d.h. der Aufsichtsrat oder die Hauptversammlung, die Zustimmung zur Übertragung allein deshalb verweigern darf, weil ein unerwünschter Übernahmever such abgewehrt werden soll. Dies wäre dann der Fall, wenn die Verweigerung zum Wohle der Gesellschaft erforderlich wäre. Da aber feindliche Übernahmeangebote nicht unbedingt gesellschaftsschädlich sind, wird die Verweigerung der Zustimmung für rechtsmißbräuchlich angesehen, wenn sie nur der Abwehr eines neuen Mehrheitsgesellschafters dient. Etwas anderes mag dann gelten, wenn ein konkreter Anlaß für die Befürchtung besteht, dass der Erwerber in einer vorwerf baren Schädigungsabsicht handelt, d.h. seine Absichten Maßnahmen beinhalten, die nicht in den Bereich der den Aktionären zustehenden Umstrukturierungs- und De-

<sup>540</sup> Vgl. Schander in BB 36/97, S. 1803: „Eine aus den USA bekannte Negativfolge des Erwerbs der eigenen Aktien kann sich ergeben, wenn die Unternehmensleitung dazu veranlaßt wird, die eigenen Aktien zu einem überhöhten Preis von dem Bieter zurück zu erwerben, um das feindliche Übernahmeangebot zu verhindern. Diese Abwehrmaßnahme wird als „green mailing“ bezeichnet und kann zur Schädigung des Unternehmens aufgrund des wirtschaftlich nicht veranlaßten überhöhten Kaufpreises für die Aktien führen.“

<sup>541</sup> Vgl. Winter/Harbarth in ZIP 1/2002, S. 9.

<sup>542</sup> Vgl. Schander in BB 36/97, S. 1803.

sinvestitionsentscheidungen fallen. Eine reine Zerschlagungs- und Versilberungsabsicht reicht hierfür aber nicht aus. Ansonsten liegt die Entscheidung des zuständigen Gesellschaftsorgans über Erteilung oder Verweigerung der Zustimmung zur Übertragung in dessen pflichtgemäßen Ermessen, das sich hierbei am Wohl der Gesellschaft zu orientieren hat<sup>543</sup>.

#### **IV. Die Maßnahmen nach Abgabe eines Übernahmeangebots**

Welche Pflichten den Vorstand der Zielgesellschaft treffen, wenn ein Übernahmeangebot abgegeben wurde, sind in dem verworfenen EU-Richtlinienentwurf und dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz zu finden. Wie schon zuvor in diesem Kapitel angesprochen, unterliegt der Vorstand einem Vereitelungsverbot. Darüber hinaus finden sich noch weitere Vorschriften bezüglich dem Vorstandsverhalten während des Übernahmeverfahrens, die im Folgenden besprochen werden sollen.

##### **a) Die prozeduralen Verhaltenspflichten**

###### **1. Die Informationspflicht**

Um einschätzen zu können, ob im Unternehmensinteresse eine negative, eine positive oder eine neutrale Stellung zu einer feindlichen Übernahme im Einzelfall geboten ist, muss sich der Vorstand über alle für die Übernahme relevanten Tatsachen informieren. Der Vorstand der Zielgesellschaft muss zunächst versuchen, möglichst lückenlos Auskunft über die wirtschaftliche Lage des Bieters und die wirtschaftlichen Eckdaten des Übernahmeangebots zu erlangen. Hierzu dient in der Angebotsphase die Pflicht des Bieters zur Abgabe einer detaillierten schriftlichen Angebotsunterlage (Art. 6 EU-RiL)<sup>544</sup>. Der Vorstand muss zunächst die vom potentiellen Bieter gemachten Angaben genau überprüfen, soweit ihm das von seiner Position aus möglich ist. Er muss sich sodann eine eigene Meinung zu dem Angebot bilden und, wenn ihm das Angebot zu niedrig erscheint oder eine Verbesserung in Frage kommt, zugunsten der Aktionäre verhandeln. Es besteht daher seitens des Vorstands der Zielgesellschaft eine Pflicht zur Prüfung, Verhandlung und gegebenenfalls zur Ablehnung des Angebots. Eine Pflicht des Vorstands zur Informationserteilung und Stellungnahme ergibt sich bereits aus folgenden Überlegungen: der Vorstand ist Treuhänder und Sachwalter fremden Vermögens. Er hat die Gesellschaft vor allem im Interesse der Aktionäre zu führen. Eine drohende

<sup>543</sup> Vgl. Schanz in NZG 7/2000, S. 341; Otto in Beilage Nr. 12 zu DB 29/88, S. 7.

<sup>544</sup> Vgl. Kort in FS Lutter, S. 1438.

Übernahme bzw. ein erfolgtes Übernahmeangebot betrifft die Aktionäre und die Gesellschaft ganz grundlegend. Sie müssen sich entscheiden, ob sie in der Gesellschaft verbleiben oder aus ihr ausscheiden wollen. Diese Entscheidung kann nur aufgrund eingehender und umfangreicher Informationen seitens des Vorstands erfolgen. Eine teilweise nicht objektive Darstellung seitens des Übernehmenden erfordert schon an sich eine Richtigstellung durch den Vorstand der Zielgesellschaft. Weiterhin kann nur der Vorstand alle Aspekte aufdecken, die aus der Sicht der Gesellschaft zu berücksichtigen sind. Da es um die Zukunft der Gesellschaft bzw. die Zusammensetzung ihres Gesellschafterkreises geht, hat der Vorstand somit nach §76 AktG die Pflicht, die Aktionäre umfassend und so objektiv wie möglich zu informieren<sup>545</sup>. Insbesondere wenn dem Vorstand das Angebot zu niedrig erscheint oder sonst nicht im Interesse der Aktionäre liegend zu sein erscheint, darf oder muss er es eventuell ablehnen. In diesem Punkt steht dem Vorstand jedenfalls das Neutralitätsgebot nicht entgegen<sup>546</sup>.

Die Informations- und Offenlegungspflicht geht hier in die richtige Richtung. Insbesondere auf Seiten der Zielgesellschaft ist es für die Aktionäre von entscheidender Bedeutung, ausreichende Information über den Übernehmenden, dessen Ziele und über Risiken und Chancen der geplanten Übernahme zu erlangen. Denn nur dann können sie eine sachgerechte Entscheidung treffen und unnötige Verteidigungsmaßnahmen verhindern.

## **2. Die Pflicht zur eigenen Stellungnahme**

Grundsätzlich hat der Vorstand weder das Recht noch die Pflicht, auf die Zusammensetzung des Kreises der Aktionäre Einfluß zu nehmen. Jedoch darf und muss der Vorstand der Zielgesellschaft zu einem Übernahmeangebot aus der Sicht des Unternehmens Stellung beziehen. Nur so lässt sich der naheliegenden Gefahr entgegentreten, dass die bietende Gesellschaft die Aktionäre der Zielgesellschaft einseitig informiert. Der Vorstand muss sich auch dafür einsetzen, dass die Mindestregeln eines ordentlichen Verfahrens bei öffentlichen Übernahmeangeboten eingehalten werden. Über die Darlegung seiner Auffassung und die Sorge für ein korrektes Übernahmeverfahren hinausgehen muss der Vorstand allerdings dann, wenn konkreter und berechtigter Anlaß für die Befürchtung besteht, ein Beteiligungserwerber werde das Unternehmen durch Maßnahmen

---

<sup>545</sup> Vgl. Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer, S. 104; Hopt in FS Lutter, S. 1379; Ebenroth/Daum in DB 22/91, S. 1157.

<sup>546</sup> Vgl. Hopt in FS Lutter, S. 1379; Land/Hasselbach in DB 35/2000, S. 1749.

schädigen<sup>547</sup>. Insoweit dürfte sogar außer Streit stehen, dass der Vorstand nicht nur be-  
rechtigt, sondern auch verpflichtet ist, gegenüber den Aktionären Stellung zu nehmen.  
Er darf sich insoweit nicht darauf beschränken, den Übernahmepreis und die sonstigen  
Angebotskonditionen sowie die weiteren Angaben des Bieters etwa zur künftigen Tä-  
tigkeit der Zielgesellschaft und der Finanzierung der Transaktion zu erläutern, sondern  
muss diese Angaben auch wertend kommentieren<sup>548</sup>.

Diese Pflicht zur begründeten Stellungnahme während der Angebotsphase ist im Wert-  
papiererwerbs- und Übernahmerecht ausdrücklich vorgesehen (§27 Abs. 1 WpÜG),  
ergibt sich aber auch schon aus allgemeinen aktienrechtlichen Grundsätzen<sup>549</sup>. Die  
Pflicht des Vorstands zur Stellungnahme resultiert nicht aus einer Treuepflicht der Vor-  
standsmitglieder gegenüber den einzelnen Aktionären, denn derartige Treuepflichten  
von Organmitgliedern gegenüber Gesellschaftern einer Körperschaft bestehen nicht,  
sondern aus der der Gesellschaft geschuldeten Pflicht zur ordnungsmäßigen Leitung  
und Geschäftsführung. Die Statuierung der Pflicht zur Abgabe einer Stellungnahme  
steht nicht dem Neutralitätsgebot entgegen, denn dieses Gebot schließt nur eine direkte,  
aktive Beeinflussung des Aktionärskreises aus, nicht aber die mit eigenen Bewertungen  
versehene Information von Aufsichtsrat und Hauptversammlung, selbst wenn die Stel-  
lungnahme in einer „Empfehlung“ münden sollte<sup>550</sup>. Voraussetzung einer Stellungnah-  
me ist allerdings durchgängig, dass sich der Vorstand in ausreichendem Maße Informa-  
tionen über den Bieter und die Übernahmebedingungen beschafft hat, denn eine Stel-  
lungnahme „ins Blaue hinein“ ist stets sorgfaltswidrig. Damit sind die Pflicht zur Prü-  
fung des Übernahmeangebots und die Pflicht zu begründeter, eigener Stellungnahme  
eng miteinander verbunden<sup>551</sup>.

## **b) Die Werbemaßnahmen**

Insbesondere die Erfahrungen im Falle Vodafone/Mannesmann AG haben gezeigt, dass  
es einer Regelung von an die Öffentlichkeit getragener Werbemaßnahmen bedarf. Beide  
Parteien lieferten sich eine wahre „Werbeschlacht“ unter Beteiligung professioneller  
Werbeagenturen<sup>552</sup>. Beide Seiten schalteten Anzeigen, die nüchterne Informationen,

<sup>547</sup> Vgl. Mertens in KK, 2. Aufl., §76 Rn. 26.

<sup>548</sup> Vgl. Mühlert in IStR 3/99, S. 88; Krause in AG 5/2000, S. 220; Hopt in ZGR 4/93, S. 556.

<sup>549</sup> Vgl. Krause in NJW 10/2002, S. 711, Schneider in AG 3/2002, S.128.

<sup>550</sup> Vgl. Krause in AG 5/2000, S. 220; Hopt in FS Lutter, S. 1380.

<sup>551</sup> Vgl. Kort in FS Lutter, S. 1438.

<sup>552</sup> Dabei sollen Presseberichten zufolge zwei Milliarden DM aufgewandt worden sein, die Zahlen für die  
Mannesmann AG schwanken zwischen 400 und 700 Millionen DM.

aber auch Wertungen und Empfehlungen enthielten, oder aber auch in völlig aussageloser, stark gefühlsbetonter, reiner Werbung bestanden. Es fragt sich, ob ein solches Vorgehen gesellschaftsrechtlich zulässig ist. Zweifelsohne geht es hierbei nicht mehr um die Pflicht des Vorstands, den Aktionären detaillierte Sachinformationen in den verschiedenen Phasen des Übernahmeversuchs bzw. der Übernahme zu geben und Stellung zu nehmen, sondern darum, die Lancierung sonstiger Informationen mit oft werbemäßigem, jedenfalls nicht ausschließlich sachlich-informativen Charakter zu beurteilen. Daher versucht das zukünftige deutsche Übernahmerecht die Werbung zu regeln. In §28 WpÜG ist allerdings nur davon die Rede, dass zur Vermeidung von Mißständen bei der Werbung das Bundesaufsichtsamt bestimmte Arten von Werbung untersagen kann. Geht man davon aus, dass der Vorstand im Allgemeinen nicht das Recht hat, auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises im Sinne eines Überfremdungsschutzes Einfluß zu nehmen, er aber sehr wohl bei einem Übernahmeversuch vor oder nach Abgabe des Übernahmegebots aus Gründen des Unternehmensinteresses berechtigt und sogar verpflichtet sein kann, Abwehrmaßnahmen zu initiieren oder zu ergreifen, so ist es nicht von der Hand zu weisen, dass solche geringeren Maßnahmen wie das Einwirken auf die Aktionäre im Grundsatz zulässig sein können. Lassen sich rechtliche oder wirtschaftliche Beeinträchtigungen für die Zielgesellschaft durch die Übernahme erkennen, so kann es dem Vorstand nicht verwehrt sein, auch durch breitenwirksame Informationen auf die Meinungsbildung der Aktionäre einzuwirken. Eine die Tatsachen entstellende oder gar von falschen Tatsachen ausgehende Werbekampagne ist hingegen nicht mit der Sorgfaltspflicht eines ordentlichen Vorstandsmitglieds vereinbar<sup>553</sup>.

Geschützt werden sollen die Aktionäre vor unrichtiger und tendenziöser Werbung. Daher ist beiden Seiten unrichtige und exzessive Werbung zu verbieten. Grundsätzlich aber dient die Werbung zur Meinungsbildung und damit der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre<sup>554</sup>. Innerhalb dieser sachlich-informativen Grenzen ist die Möglichkeit von Werbemaßnahmen mit dem Neutralitätsgebot des Vorstands vereinbar<sup>555</sup>.

<sup>553</sup> Vgl. Kort in FS Lutter, S. 1440.

<sup>554</sup> Vgl. Hopt in FS Lutter, S. 1383.

<sup>555</sup> Vgl. Krause in AG 5/2000, S. 217: „In dem Fall Vodafone/Mannesmann AG verlangten einige Kleinaktionäre der Mannesmann AG von der Gesellschaft und ihrem Vorstandsvorsitzenden Unterlassung jeglicher Maßnahmen, die ihrem Interesse, das bevorstehende Übernahmeangebot anzunehmen, zuwiderliefen. Insbesondere wandten sie sich gegen eine von ihnen behauptete Pool- und Frontenbildung unter den Aktionären und gegen den Einsatz von Gesellschaftsmitteln für eine Werbekampagne zur Festigung der Position des amtierenden Vorstands. Die Kammer ging davon aus, dass der Vorstand einer Neutralitäts- und Stillhaltepflicht unterliegt. Ob zu ihrer Durchsetzung ein Unterlassungsanspruch der Aktionäre anzuerkennen ist, brauchte die Kammer nicht zu entscheiden, weil sie in dem

Allerdings muss der Vorstand nach geplantem Übernahmerecht für Werbemaßnahmen, die gezielt als abwehrende Marketingmaßnahme eingesetzt werden, nach Abgabe eines Übernahmeangebots die Zustimmung der Hauptversammlung einholen, da sie als Verteidigungsmaßnahmen zu sehen sind und in die Aktionärsstruktur eingreifen<sup>556</sup>.

**c) Die Suche nach einem „white knight“**

Mit dem sog. white knight, dem weißen Ritter, ist ein der Gesellschaft freundlich gesonnener Dritter gemeint, der ein Übernahmeangebot mit einem für die Aktionäre günstigeren Gegenangebot beantwortet. Hat dieses Gegenangebot Erfolg, so vermeidet die Gesellschaft zwar nicht die Abhängigkeit, sie tauscht jedoch einen unliebsamen Großaktionär gegen einen für sie erträglichen Aktionär aus<sup>557</sup>. Gesetzlich geregelt ist die Suche nach einem white knight in §33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 2 WpÜG<sup>558</sup>. Die Aktionäre des Übernahmekandidaten profitieren in der Regel durch das konkurrierende Übernahmeangebot, weil das Angebot des white knight regelmäßig über demjenigen des ersten Interessenten liegt. Günstig ist die Lage für die Aktionäre vor allem dann, wenn sich der ursprüngliche Interessent und der white knight gegenseitig überbieten und damit die Kurse vergleichbar einer Auktion immer weiter in die Höhe getrieben werden<sup>559</sup>.

Der Vorstand ist durch das Neutralitätsgebot keineswegs daran gehindert, nach weiteren Bewerbern für eine Übernahme von Beteiligungen Ausschau zu halten. Denn es liegt im Interesse der Aktionäre, von einem Dritten ein noch besseres Angebot zu erhalten als das des ersten Bieters, und die Aktionäre haben dann selbst die Wahl zwischen den konkurrierenden Angeboten. Die Suche nach einem weißen Ritter ist also genau genommen gar keine Verteidigungsmaßnahme, die eine Ausnahme zur Neutralitätspflicht darstellt, denn sie verhindert die Übernahme nicht, sondern tauscht nur den Bieter aus<sup>560</sup>. Konsequenterweise muss dann auch die Einleitung einer Abwehrfusion zulässig

---

beanstandeten Vorstandsverhalten keinen Verstoß gegen die Neutralitätspflicht erblickte. Aber auch wenn sie die Neutralitätspflicht für verletzt gehalten hätte, wäre die Anerkennung eines Unterlassungsanspruchs der Aktionäre ein kühner Schritt gewesen.“

<sup>556</sup> Vgl. Kort in FS Lutter, S. 1440: „Im Falle Vodafone/Mannesmann haben nach Auffassung des LG Düsseldorf die einzelnen Aktionäre zwar kein Recht gehabt, eine Unterlassung von Werbemaßnahmen zu verlangen. Diese Entscheidung ging allerdings davon aus, dass die Hauptversammlung an den Werbemaßnahmen zur Abwehr eines Übernahmeversuchs nicht zu beteiligen war, da es sich bei derartigen Marketingmaßnahmen nicht um Strukturänderungen handelte, die in die mitgliederschaftliche Position der Aktionäre eingreifen.“

<sup>557</sup> Vgl. Werner, S. 28.

<sup>558</sup> Vgl. Schwennicke in Geibel/Süßmann, §33 Rn. 48.

<sup>559</sup> Vgl. v. Falkenhausen in FS Stiefel, S. 169.

<sup>560</sup> Vgl. Schneider in AG 3/2002, S. 129; Winter/Harbarth in ZIP 1/2002, S. 4.

sein<sup>561</sup>. Diese Abwehrfusion kann in Form eines merger of equals, also in Form zweier gleichberechtigter Partner durchgeführt werden<sup>562</sup>. Dabei gestalten beide Partner die Übernahme oder Fusion einvernehmlich und halten dies auch rechtlich verbindlich fest. In diesem Rahmen wird letztlich ohnehin die Hauptversammlung über das Zusammengehen der Zielgesellschaft und dem weißen Ritter, in diesem Fall ein gleichberechtigter Partner, entscheiden<sup>563</sup>.

Somit besteht für den Vorstand unbestritten ein Recht zur Suche eines konkurrierenden Angebots, da dies im Interesse der Aktionäre liegt<sup>564</sup>. Fraglich ist aber, ob nicht sogar der Vorstand verpflichtet ist, sich um einen weißen Ritter zu bemühen. Das würde aber implizieren, dass das Unternehmen auf alle Fälle verkauft würde, die Frage wäre nur, an wen. Die Entscheidung, ob verkauft werden soll, ist aber Sache der Aktionäre, denen auch nicht mittelbar vorgegriffen werden darf. In Ausnahmefällen, wenn nämlich an dem Verlust der Unabhängigkeit kein Weg vorbeiführt, kann sich dieses Recht, die Suche nach einem weißen Ritter, zur Pflicht verdichten<sup>565</sup>.

#### **d) Die Abwehrmaßnahmen nach Abgabe des Übernahmeangebots**

##### **1. Der Grundsatz: Die Beteiligung der Hauptversammlung**

Bei der Frage, inwieweit Verteidigungsmaßnahmen von der Geschäftsführungskompetenz des Vorstands gedeckt sind, ist das Ziel des Bieters vor Augen zu halten. Sein Ziel ist es, die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erlangen. Dies erreicht er im Regelfall durch den Aufkauf von Aktien zur Erlangung einer Mehrheit. Es findet somit eine Änderung der Eigentümerstrukturen statt. Ebenso wie präventive Abwehrmaßnahmen sollen auch Verteidigungsmaßnahmen genau diese Änderungen verhindern. Sollten die Eigentümerstrukturen von den Eigentümern selbst geschützt werden, so bei Abwehrmaßnahmen auf Grund eines Hauptversammlungsbeschlusses, ist bezüglich der Zuständigkeit der Hauptversammlung keinerlei rechtliche Kritik angebracht. Als Vertretung

<sup>561</sup> Vgl. Hopt in FS Lutter, S. 1383.

<sup>562</sup> In der Regel wird dies in Form einer Verschmelzung gemäß den §§2 ff. UmwG vollzogen werden.

<sup>563</sup> Die Verschmelzung wird nur dann wirksam, wenn die Hauptversammlungen der beteiligten Unternehmen gemäß §13 UmwG dem erforderlichen Verschmelzungsvertrag durch Beschluss zustimmen.

<sup>564</sup> Vgl. Hopt in ZGR 4/93, S. 557: „Der englische City Code, wonach grundsätzlich alle Verteidigungsmaßnahmen grundsätzlich Sache der Aktionäre sind, lässt die Suche nach einem competing bidder ausdrücklich zu. Das hat einen guten Sinn, denn zu einer Ungleichbehandlung der Aktionäre, denen nur eine weitere Option eröffnet wird, kommt es nicht, die Fremdinteressenwahrung der Verwaltung bleibt unberührt und der Ausleseprozeß am Markt für Unternehmenskontrolle wird durch das Hinzuholen eines weiteren Bewerbers eher verbessert, ganz besonders wenn auktionsähnliche Abläufe stattfinden.“

<sup>565</sup> Vgl. Hopt in FS Lutter, S. 1383.

der Anteilseigner ist die Hauptversammlung weitgehend frei in der Wahl ihrer Abwehrmittel. Ad-hoc Abwehrmaßnahmen ohne ihre Zustimmung sind wegen Verstoßes gegen das Neutralitätsgebot unzulässig, da der Vorstand ohne den Hauptversammlungsbeschluss nicht von der ansonsten bestehenden Pflicht zur Neutralität befreit ist<sup>566</sup>. Dies bedeutet, dass sich der Vorstand einer Aktiengesellschaft nach Abgabe des Übernahmeangebots aller Verteidigungsmaßnahmen zu enthalten habe, die nicht seitens der Hauptversammlung gebilligt worden sind<sup>567</sup>.

Gleichzeitig sind für die erst nach Abgabe des Übernahmeangebots eingeleiteten Abwehrmaßnahmen die Regelungen des Übernahmerechts entscheidend.

Das bisherige deutsche Übernahmerecht ließ einen zuvor gefaßten Hauptversammlungsbeschluss gemäß Art. 19 des Übernahmekodex<sup>568</sup> genügen. Danach war kein konkreter Zeitpunkt für das Vorliegen eines Hauptversammlungsbeschlusses festgesetzt, sondern nur, dass die Maßnahme auf irgendeinem zuvor gefaßten Beschluss zu beruhen hat. Die EU-Richtlinie unterwarf im Gegensatz dazu in Art. 8 Abs. 1a EU-RiL die Verwaltung der Zielgesellschaft während des Übernahmeverfahrens einer strengen Neutralitätspflicht. Danach durften die Leitungsorgane, nachdem sie vom Bieter über das Übernahmeangebot informiert worden waren, keine Handlungen mehr vornehmen, durch die das Angebot vereitelt würde, wenn nicht die Hauptversammlung zu der Maßnahme ihre Zustimmung erteilt hatte. Zwar bestand auch im geltenden deutschen Recht eine Neutralitätspflicht des Vorstands, die es ihm verbot, auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises einzuwirken. Diese Pflicht galt aber als aufgehoben, sofern die Hauptversammlung zuvor den hier interessierenden Abwehrmaßnahmen durch Beschluss zugestimmt hatte<sup>569</sup>.

Im Gegensatz dazu sollte die Regelung des Entwurfs der EU-Richtlinie sämtliche Abwehrmaßnahmen trotz des ihnen zugrundeliegenden Hauptversammlungsbeschlusses

<sup>566</sup> Vgl. Hirte/Schander, S. 374; Michalski in AG 4/97, S. 159.

<sup>567</sup> Vgl. Kessler in AG 3/95, S. 122.

<sup>568</sup> Vgl. Art. 19 des Übernahmekodex: „Das Verwaltungs- oder Leitungsorgan der Zielgesellschaft einschließlich der Verwaltungs- oder Leitungsorgane der mit der Zielgesellschaft verbundenen Unternehmen darf nach Bekanntgabe eines öffentlichen Angebots und bis zur Offenlegung des Ergebnisses des Angebots keine Maßnahmen ergreife, die dem Interesse der Wertpapierinhaber, von dem Angebot Gebrauch zu machen, zuwiderlaufen. Dies gilt nicht bei laufenden Kapitalmaßnahmen und bei der Erfüllung von Verträgen, die vor der Bekanntgabe eines öffentlichen Angebots von der Zielgesellschaft geschlossen wurden, oder einer ausdrücklichen Genehmigung der Hauptversammlung für diese Maßnahmen im Falle eines öffentlichen Angebots.“

<sup>569</sup> Vgl. Hefermehl in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, §76 Rn. 15.

unterbinden. Der Wortlaut in Art. 8 Abs. 1a EU-RiL<sup>570</sup> stellte eindeutig klar, dass die Zustimmung der Hauptversammlung „während der Frist für die Annahme des Angebots“ erklärt worden sein musste. Die Formulierung schloß zweifelsfrei eine lediglich vorherige Blankozustimmung aus und ließ nur eine Zustimmung zum konkret vorliegenden Übernahmeangebot zu. Ein zuvor von der Hauptversammlung erteilter Ermächtigungsbeschluss, der den Vorstand ermächtigte, genehmigtes Kapital unter Bezugsrechtsausschluss auszugeben, war daher nicht mehr mit Art. 8 Abs. 1a EU-RiL vereinbar. Den Aktionären sollte dadurch die Möglichkeit gesichert werden, ihre Entscheidung in Kenntnis sämtlicher Einzelheiten des konkreten Angebots zu treffen<sup>571</sup>.

Allerdings kam die vorgenannte Strategie der Mitwirkung der Aktionäre bei dem konkreten Angebot nur dann in Betracht, wenn die betreffenden Abwehrmaßnahmen, zu denen der Vorstand durch den Hauptversammlungsbeschluss ermächtigt werden sollte, noch rechtzeitig getroffen werden konnte. Der EU-Richtlinienentwurf hatte aber die Fristen für ein Übernahmeangebot auf der einen Seite und die Zeiträume, in denen ein unanfechtbarer Hauptversammlungsbeschluss der Zielgesellschaft vorliegen kann, nicht aufeinander abgestimmt. Die betreffenden Fristen für die Hauptversammlungsbeschlüsse unterlagen nationalem Recht. Nach deutschem Recht mussten hier folgende Fristen zusammengezählt werden: (1) Notwendige Zeit zur Prüfung des Angebots und zur Erarbeitung eines Abwehrkonzepts durch den Vorstand, das dem Aufsichtsrat vorzulegen ist, (2) Einberufungsfrist für den Aufsichtsrat, (3) Einberufungsfrist für die Hauptversammlung, (4) Ablauf der Anfechtungsfrist für Hauptversammlungsbeschlüsse, (5) notwendiger Zeitraum für die praktische Durchführung der Abwehrmaßnahmen seitens des Leitungs- oder des Verwaltungsorgans der Zielgesellschaft. Vorsichtig geschätzt summierten sich diese fünf genannten Fristen auf über zwei Monate, die im Prinzip auch gesetzlich nicht verkürzt werden konnten.

Im Ergebnis lief die in der EU-Richtlinie angebotene Variante der Abwehr einer feindlichen Übernahme durch die Kompetenzzuweisung an die Hauptversammlung damit ins

---

<sup>570</sup> Vgl. Art. 8 Abs. 1a EU-RiL: „Spätestens nach Erhalt der in Art. 6 Abs. 1 Satz 1 genannten Informationen, die das Angebot betreffen, und bis zu dem Zeitpunkt, zu dem das Ergebnis des Angebots bekanntgemacht wird oder das Angebot hinfällig wird, hat das Leitungs- oder das Verwaltungsorgan der Zielgesellschaft mit Ausnahme der Suche nach konkurrierenden Angeboten den Abschluss jedweder Handlung zu unterlassen, durch die das Angebot vereitelt würde, es sei denn, die Hauptversammlung hat während der Frist für die Annahme des Angebots zuvor ihre Zustimmung dazu erteilt; dies gilt insbesondere für die Ausgabe von Gesellschaftsanteilen, durch die der Bieter auf Dauer an der Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft gehindert werden könnte.“

<sup>571</sup> Vgl. Wolf in AG 5/98, S. 219; Kirchner in BB 3/2000, S. 110.

Leere<sup>572</sup>. Wäre die EU-Richtlinie in dieser Form umgesetzt worden, und mit ihr die strenge Regelung der Neutralitätspflicht, wären damit jegliche Möglichkeiten der Abwehrmaßnahmen in Deutschland nicht durchführbar gewesen.

Dieser Problematik ist sich schließlich die deutsche Bundesregierung bewußt geworden, so dass sie unter dem jetzigen Bundesfinanzminister Eichel den Aktionären eines Unternehmens, das Ziel einer feindlichen Übernahme ist, die Möglichkeit einer Vorabgenehmigung, eines sog. Vorratsbeschlusses, erhalten wollte. Diese Vorratsbeschlüsse, die der Unternehmensführung Blockademaßnahmen gestatten, durften bis zu fünf Jahre im voraus beschlossen worden sein. Im Ernstfall hätte nur noch der Aufsichtsrat zuzustimmen. Überraschend und unerwartet vollzog Deutschland mit seiner neuen Haltung eine scharfe politische Wende und war damit Mitte Mai 2001 aus der seit Monaten haltenden Einheitsfront der 15 EU-Mitgliedstaaten ausgeschert, die sich auf liberale und offene Regeln für den Kauf von Aktienpaketen geeinigt hatten. Im neuen EU-Übernahmegesetz müsse, so forderte der deutsche Bundesfinanzminister Eichel, ein besserer Schutz gegen die feindlichen Übernahmen verankert werden<sup>573</sup>.

Nach dem Scheitern der 13. EU-Richtlinie im Europäischen Parlament am 4. Juli 2001 legte, frei von europarechtlichen Vorgaben, sodann die Bundesregierung am 11. Juli 2001 einen Regierungsentwurf eines Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) vor, das in leicht überarbeiteter Fassung am 1. Januar 2002 in Kraft getreten ist. Von dem in §33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG festgesetzten Neutralitätsgebot, welches kein strenges Neutralitätsgebot vergleichbar dem des EU-Richtlinienentwurfs ist, gibt es Ausnahmen, die Abwehrhandlungen zulassen, welche auf Hauptversammlungsbeschlüssen beruhen, die zumindest zeitlich vor Angebotsunterlage gefasst wurden.

Kapitalmaßnahmen ohne Hauptversammlungsbeschluss sind damit nach dem WpÜG als Abwehrmaßnahme ausgeschlossen. Möglich bleiben Kapitalmaßnahmen, die durch vorhandene Hauptversammlungsbeschlüsse dem Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats ermöglicht wurden, wie etwa die Ausnutzung genehmigten oder bedingten Kapitals oder der Erwerb eigener Aktien (§33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 3 WpÜG)<sup>574</sup>.

Bei den Abwehrmaßnahmen die auf Hauptversammlungsermächtigungen gestützt werden ist zwischen den sogenannten Vorratsermächtigungen nach §33 Abs. 2 WpÜG und

<sup>572</sup> Vgl. Kirchner in BB 3/2000, S. 110.

<sup>573</sup> Vgl. Drygala in ZIP 42/2001, S. 1861.

<sup>574</sup> Vgl. Zschocke in DB 2/2002, S. 83

Hauptversammlungsbeschlüssen zu unterscheiden, die erst nach der Ankündigung des Angebots gefasst werden (Eil-Hauptversammlung)<sup>575</sup>. Vom Wortlaut des §33 Abs. 2 WpÜG nicht erfasst ist die von einer Eil-Hauptversammlung im Übernahmekampf gegebene Ermächtigung. Sie ist aber zulässig<sup>576</sup>.

Im Hinblick darauf, dass einer Vorratsermächtigung durchaus ein Element der Selbstentmündigung der Hauptversammlung innewohnt, die Aktionäre entscheiden über Abwehrmaßnahmen, obwohl sie den Inhalt des feindlichen Übernahmeangebots noch gar nicht kennen, stellt das Gesetz an Vorratsbeschlüsse besondere Anforderungen. Die nach dem Vorratsbeschluss zulässigen Handlungen sind im Ermächtigungsbeschluss zu bestimmen, wobei es genügt, dass die Bestimmung „der Art nach“ erfolgt. Danach soll es für die Bestimmung der Handlungen ihrer Art nach erforderlich und ausreichend sein, dass in dem Vorratsbeschluss zum Beispiel von der Durchführung einer Kapitalerhöhung oder der Veräußerung von Beteiligungen die Rede ist. Die Ermächtigung darf höchstens für die Dauer von 18 Monaten erteilt werden (§33 Abs. 2 Satz 2 WpÜG). Der Beschluss der Hauptversammlung bedarf einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst, die Satzung kann eine größere Kapitalmehrheit und weitere Erfordernisse bestimmen (§33 Abs. 2 Satz 3 WpÜG). Will der Vorstand auf der Grundlage eines Vorratsbeschlusses Abwehrmaßnahmen ergreifen, bedarf er hierfür der Zustimmung des Aufsichtsrats, und zwar ganz unabhängig davon, ob sich ein solches Zustimmungserfordernis aus der Satzung der Zielgesellschaft oder dem allgemeinen Aktienrecht ableiten läßt oder nicht (§33 Abs. 2 Satz 4 WpÜG)<sup>577</sup>.

Da aber auch im Rahmen des §33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 3 WpÜG nicht ausdrücklich zu Verteidigungszwecken geschaffene Ermächtigungen mit Zustimmung des Aufsichtsrats „umgewidmet“ werden können, erscheint die praktische Bedeutung der, für börsennotierten Gesellschaften ohnehin ambivalenten, Vorratsbeschlüsse gering. Dass der Vorstand die Hauptversammlung um die Schaffung eines zwingend auf 18 Monate befristete-

<sup>575</sup> Vgl. Winter/Harbarth in ZIP 1/2002, S. 12.

<sup>576</sup> Dies folgt aus historischer und systematischer Auslegung. In §33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG des Regierungsentwurfs hieß es noch ganz allgemein, dass Abwehrmaßnahmen der Ermächtigung der Hauptversammlung bedürfen. Dass die Hauptversammlung nur prophylaktisch, nicht aber während des Übernahmekampfes zu Abwehrmaßnahmen ermächtigen kann, war nie diskutiert worden; wäre dies gewollt, wäre die auf den Übernahmekampf zugeschnittene verkürzte Einberufungsfrist des §16 Abs. 4 Satz 1 WpÜG sinnlos.

<sup>577</sup> Vgl. Schwennicke in Geibel/Süßmann, §33 Rn. 74; Winter/Harbarth in ZIP 1/2002, S. 13; Schneider in AG 3/2002, S. 131.

ten Kapitals zur Abwehr von feindlichen Übernahmeversuchen bitten wird, wenn er genauso gut ein normales, für fünf Jahre geltendes genehmigtes Kapital benutzen kann, dass nicht den besonderen Anforderungen des §33 Abs. 2 WpÜG genügt, ist höchst unwahrscheinlich. Bedeutung können Vorratsbeschlüsse nach §33 Abs. 2 WpÜG somit allenfalls gewinnen, wenn der Vorstand die Nutzung eines normalen genehmigten Kapitals aus Gründen einer möglichen Haftung als Folge einer Zweckentfremdung scheut und sich deshalb ein den Voraussetzungen des §33 Abs. 2 WpÜG entsprechendes Abwehrkapital beschaffen möchte<sup>578</sup>.

Von der Vorrattermächtigung sind die Ad hoc-Beschlüsse zu unterscheiden. Für diese Hauptversammlungsbeschlüsse nach Bekanntwerden eines Übernahmeangebots sieht §16 Abs. 4 WpÜG hinsichtlich der Einberufung und Abhaltung einer Hauptversammlung verschiedene Verfahrenserleichterungen vor. Die aktienrechtliche Einberufungsfrist wird auf zwei Wochen verkürzt und der Hauptversammlungsort ist frei wählbar. Die Verkürzung der Monatsfrist des §123 Abs. 1 AktG ist eine Erleichterung für den Beschluss von Abwehrmaßnahmen durch die Hauptversammlung. Ferner ist die Hinterlegungsfrist (Inhaberaktien), die Anmeldefrist (Namensaktien) und die Frist nach §125 Abs. 1 Satz 1 AktG (Mitteilung an Kreditinstitute) auf vier Tage verkürzt<sup>579</sup>. Gemäß §16 Abs. 3 WpÜG beträgt die Annahmefrist stets zehn Wochen, wenn der Vorstand der Zielgesellschaft nach Veröffentlichung des Angebotsdokuments eine Hauptversammlung einberuft.

Die aus §33 Abs. 2 Satz 3 WpÜG für Ermächtigungsbeschlüsse erforderliche drei Viertel Mehrheit ist für Ad hoc-Beschlüsse nicht relevant. Maßgeblich sind hier die Mehrheiten, die das Aktienrecht allgemein für die Maßnahme vorsieht, zu der ermächtigt werden soll<sup>580</sup>.

Zur Vornahme von Abwehrmaßnahmen ermächtigende Hauptversammlungsbeschlüsse werden in der Praxis vielfach angefochten werden, und zwar vor allem durch den Bieter oder ihm nahe stehende Personen. Dies gilt insbesondere für Hauptversammlungsbeschlüsse, die erst in einer konkreten Übernahmesituation gefasst werden, abgeschwächt aber auch für Vorrattermächtigungen gemäß §33 Abs. 2 WpÜG<sup>581</sup>.

<sup>578</sup> Vgl. Winter/Harbarth in ZIP 1/2002, S. 12.

<sup>579</sup> Vgl. Land in DB 32/2001, S. 1712; Schneider in AG 3/2002, S. 131.

<sup>580</sup> Vgl. Winter/Harbarth in ZIP 1/2002, S. 12.

<sup>581</sup> Vgl. Winter/Harbarth in ZIP 1/2002, S. 13: „Das Interesse des potenziellen Bieters oder der ihm nahe stehenden Person dürfte darauf gerichtet sein, der Zielgesellschaft die Abwehrwaffen bereits im Vorfeld des Angebots aus der Hand zu schlagen. In der praktischen Umsetzung dürfte der potenzielle

## 2. Die einzelnen Verteidigungsmaßnahmen

Im Folgenden soll ein Überblick über die vor allem im internationalen Übernahmege­schäft gebräuchlichen Abwehrstrategien gezeigt werden und diese auf ihre Vereinbar­keit mit dem deutschen Recht hin überprüft werden. Diese nach Abgabe des Übernah­meangebots eingeleiteten Verteidigungsmaßnahmen werden im Fachjargon auch als post-bid oder ad hoc Maßnahmen bezeichnet.

### 2.1. Das Gegenangebot

Das Gegenangebot, im englischen Sprachgebrauch auch „pac man“ genannt, steht unter dem Motto: Angriff ist die beste Verteidigung. Denn die von der Übernahme bedrohte Gesellschaft macht ihrerseits ein Übernahmeangebot für die Bietergesellschaft. Ein solches Vorgehen, das zu einer wechselseitigen Beteiligung führt, ist in Deutschland eben­so wie in den USA möglich. Von den damit verbundenen Kostenrisiken abgesehen, wä­re nach deutschem Recht ein solches Gegenangebot wirkungslos, wenn die Bietergesell­schaft bereits 25% der Anteile an der anderen Gesellschaft hält<sup>582</sup>. Man wird bezweifeln können, dass ein solches Gegenangebot, jedenfalls wenn es nicht vorbereitet worden ist, nach Abgabe des feindlichen Übernahmeangebots noch realistisch ist. Wird es übereilt und unprofessionell abgegeben, handelt der Vorstand auch unabhängig von seiner Neu­tralitätspflicht pflichtwidrig<sup>583</sup>.

### 2.2. Die „crown jewels“

Eine andere, fast entgegengesetzte Abwehrstrategie stellt die Verringerung der Attrakti­vität der Zielgesellschaft für den Bieter dar. So könnte das Management einen hohen flüssigen Liquiditätsbestand durch Dividendenzahlungen an die Aktionäre oder andere Maßnahmen, wie vorweggenommene Investitionen oder die Ausgabe von Belegschafts­aktien, abbauen. Eine in der angloamerikanischen Praxis gerade bei feindlichen Über­nahmeversuchen anzutreffende Verteidigung ist in diesem Zusammenhang auch die Veräußerung oder Liquidation der sog. crown jewels, also der interessantesten Objekte

---

Bieter an einem verdeckten Vorgehen interessiert sein, um seine Absichten nicht offensichtlich wer­den zu lassen.“

<sup>582</sup> Vgl. Michalski in AG 4/97, S. 161; Schander in BB 36/97, S. 1803: „Durch diese in §328 Abs. 1 AktG normierte Beschränkung will der Gesetzgeber eine Einschränkung des Verwaltungseinflusses, der aus wechselseitigen Beteiligungen folgt, erreichen. Danach kann ein wechselseitig beteiligtes Unterneh­men gemäß §328 Abs. 1 AktG die Rechte aus den Anteilen, die ihm an dem anderen Unternehmen gehören, nur für höchstens den vierten Teil aller Anteile des anderen Unternehmens ausüben.“

<sup>583</sup> Vgl. Hopt in FS Lutter, S. 1390.

oder Unternehmensteile der Zielgesellschaft. Zur Vorbereitung einer solchen crown jewels-Verteidigung dürfte bei verbundenen Unternehmen die Verselbständigung einzelner Konzernteile vorteilhaft sein, da durch die sukzessive Einzelbewertung ein höherer Unternehmenswert ausgewiesen werden könnte<sup>584</sup>.

Unter den Begriff der sog. crown jewels defence fällt auch der Erwerb von für den Bieter uninteressanten Vermögensgegenständen. Die Grenze ‚ab der die herbeigeführte Änderung als bedeutend anzusehen ist, wird aber im einzelnen Fall in der Praxis festzulegen sein<sup>585</sup>.

Will der Vorstand Unternehmensteile veräußern, die die Gesellschaft als Übernahmeziel unattraktiv machen, ist nach deutschem Recht bei einem Verkauf wesentlicher Aktiva neben den Zustimmungserfordernissen nach §179a AktG (Vermögensübertragung) und den Grundsätzen der Holz Müller-Entscheidung des BGH zu berücksichtigen, dass sich alle Geschäftsführungsmaßnahmen des Vorstands innerhalb der durch §76 Abs. 1 AktG und den durch den Unternehmensgegenstand gezogenen Grenzen halten müssen. Da der Verkauf wesentlicher Vermögensteile nicht geeignet ist, die Erreichung des Unternehmensgegenstands zu fördern, ist er dem Vorstand ohne Zustimmung der Hauptversammlung auch als sog. faktische Satzungsänderung verboten<sup>586</sup>.

### 2.3. Die „golden parachutes“

Da die Bietergesellschaft nicht unbegrenzt Mittel zur Finanzierung der Transaktion aufbringen wird, könnten die Erfolgsaussichten einer möglichen Übernahme auch durch eine Verteuerung des Übernahmeobjekts oder Steigerung der mit einer Transaktion verbundenen Kosten reduziert werden. So könnte sich die Zielgesellschaft durch den Zuerwerb eines Unternehmens oder die Fusion mit einem befreundeten Unternehmen verstärken und damit für eine Übernahme zu groß werden. Als Maßnahme zur künstlichen Verteuerung werden in den USA die sog. golden parachutes genutzt. Hierunter sind Abfindungszahlungen an die Mitglieder der Geschäftsführung oder andere Leitungspersonen bis hin zum mittleren Management zu verstehen, die erst bei Erreichen einer bestimmten Beteiligungsquote durch einen Bieter wirksam werden und einen er-

<sup>584</sup> Vgl. Schander in BB 36/97, S. 1802: „Da die profitablen Unternehmensteile dem Übernehmenden nicht mehr zur Refinanzierung der Transaktion zur Verfügung stehen, würde dadurch die Finanzierung der gesamten Übernahme gefährdet werden.“

<sup>585</sup> Vgl. Land/Hasselbach in DB 35/2000, S. 1753.

<sup>586</sup> Vgl. Schanz in NZG 7/2000, S. 347, Hauschka/Roth in AG 7/88, S. 191; Michalski in AG 4/97, S. 159.

heblichen Mehraufwand an Kosten verursachen<sup>587</sup>. Die Zulässigkeit solcher Abfindungsverträge ist jedoch in Deutschland wegen des §87 Abs. 1 AktG bezüglich des Vorstands und gemäß §113 Abs. 1 AktG hinsichtlich der Aufsichtsratsmitglieder ausgeschlossen<sup>588</sup>. Des Weiteren sind sie rechtlich mit dem Neutralitätsgebot nicht zu vereinbaren, da sie gezielt gegen einen Wechsel der Aktionärsstruktur eingesetzt werden<sup>589</sup>.

#### 2.4. Die „poison pills“

Als sog. poison pills<sup>590</sup> bezeichnet man in den USA eine Satzungsbestimmung, wonach bei einem Erwerb eines bestimmten Aktienpakets durch den Übernehmenden die bisherigen Aktionäre unter Ausschluss des Erwerbers das Recht haben, neue Stammaktien des Zielunternehmens zu beziehen<sup>591</sup>. Der Übernehmende soll auf diese Weise von der Übernahme abgeschreckt werden. Dieses Verfahren ist wegen des entgegenstehenden Gleichbehandlungsgebots gemäß §53a AktG und dem Verbot der Einlagenrückgewähr nach deutschem Recht unzulässig<sup>592</sup>.

### C. Der Aufsichtsrat

Auf Seiten der Zielgesellschaft steht im Mittelpunkt eines Übernahmeverfahrens der Aktionär, an den das Übernahmeangebot gerichtet ist. Diesem ist freigestellt, ob er von dem Angebot Gebrauch machen will oder nicht. Gleichzeitig sind dem Vorstand der Zielgesellschaft bezüglich möglicher Abwehrmaßnahmen weitgehend die Hände gebunden.

In seiner Funktion als Kontrollorgan kann der Aufsichtsrat auch an Entscheidungen des Vorstands der Zielgesellschaft im Zuge von Übernahmeversuchen zu beteiligen sein.

<sup>587</sup> Vgl. Michalski in AG 4/97, S. 160.

<sup>588</sup> Vgl. Hauschka/Roth in AG 7/88, S. 192; Schander in BB 36/97, S. 1802: Danach haben die durch den Aufsichtsrat festzusetzenden Gesamtbezüge des Vorstands bzw. die durch die Hauptversammlung bewilligten Vergütungen des Aufsichtsrats dem Grundsatz der Angemessenheit zu entsprechen. Genehmigt der Aufsichtsrat dem Vorstand unangemessene Bezüge, macht er sich schadenersatzpflichtig (§§116, 93 AktG). Zusätzlich kann ein Vorstandsmitglied, das sich solche Bezüge zahlen lässt, nach §93 Abs. 2 AktG schadenersatzpflichtig sein.

<sup>589</sup> Vgl. Hopt in FS Lutter, S. 1389.

<sup>590</sup> Vgl. Menichetti in WiSt 10/90, S. 522: „Je nach Inhalt werden folgende Arten von poison pills unterschieden: (a) Flip-over provisions, (b) Flip-in provisions, (c) Back-end provisions, (d) Convertible preferred stock provisions und (e) Voting provisions.“

<sup>591</sup> Beispielsweise die Einräumung von Aktien für die Altaktionäre zum halben Preis, wenn ein Erwerber Aktien über eine bestimmte Schwelle hinaus erwirbt, vorbehaltlich des Rechts des Vorstands der Zielgesellschaft, bei einem zufriedenstellenden Angebot, davon Abstand zu nehmen

<sup>592</sup> Vgl. Schander in BB 36/97, S. 1802; Schanz in NZG 7/2000, S. 340; Michalski in AG 4/97, S. 158; Peltzer in ZIP 2/89, S. 74; Immenga/Noll, S. 109.

Der Aufsichtsrat hat die vom Vorstand getroffenen oder zu treffenden Maßnahmen nicht nur auf ihre Rechtmäßigkeit, sondern auch auf ihre Zweckmäßigkeit und Wirtschaftlichkeit hin zu kontrollieren. Er muss untersuchen, ob die vom Vorstand verfolgten Leitlinien der Unternehmenspolitik plausibel und folgerichtig sind. In die Geschäftsführung selbst darf der Aufsichtsrat, abgesehen von der Etablierung eines Zustimmungsvorbehalts nach §111 Abs. 4 Satz 2 AktG, nicht eingreifen, und zwar auch nicht in Ausnahmesituationen wie derjenigen einer drohenden Übernahme<sup>593</sup>.

Da sämtliche Abwehrmaßnahmen, ob präventive oder nachträgliche, in die Rechte der Aktionäre eingreifen, bedürfen diese eines Hauptversammlungsbeschlusses. Erst die Ausführung dieser von der Hauptversammlung beschlossenen Abwehrmaßnahmen durch den Vorstand kann Gegenstand eines Zustimmungsvorbehalts des Aufsichtsrats gemäß §111 Abs. 4 Satz 2 AktG sein.

Nach dem Wortlaut von §111 Abs. 4 Satz 2 AktG können zwar nur „bestimmte Arten von Geschäften“ an die Zustimmung des Aufsichtsrats gebunden werden. Hieraus folgt aber nicht, wie schon in Kapitel 2 angesprochen, dass nicht auch einzelne Geschäfte zustimmungspflichtig gemacht werden können. Allerdings muss es sich hierbei um besonders bedeutsame Geschäfte handeln. Maßnahmen des Vorstands als Reaktion auf Übernahmeveruche werden als solche außergewöhnlichen Geschäftsführungsmaßnahmen anzusehen sein, bei denen die Möglichkeit besteht, sie trotz ihres Einzelfallcharakters an die Zustimmung des Aufsichtsrats zu binden. Das Recht des Aufsichtsrats, eine Geschäftsführungsmaßnahme des Vorstands im Rahmen einer feindlichen Übernahme an seine Zustimmung zu binden, kann sich ausnahmsweise zu einer Pflicht zur Einführung eines Zustimmungsvorbehalts verdichten, wenn dies die einzige Möglichkeit ist, den Vorstand von einer gesetzwidrigen Geschäftsführungsmaßnahme abzuhalten<sup>594</sup>. Der Aufsichtsrat haftet dem eigenen Unternehmen gegenüber nach §§93 Abs. 2, 116 AktG, wenn dieser seine Pflicht zu ordnungsgemäßer Überwachung schuldhaft verletzt und dadurch der Gesellschaft Schaden zugefügt hat.

Die Haftung des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft stellt sich unabhängig davon, ob die ergriffenen Abwehrmaßnahmen erfolgreich waren, die Übernahme also abgewendet werden konnte. Zwar mögen der Bieter und die Aktionäre der Zielgesellschaft eher bei

---

<sup>593</sup> Vgl. Schreyögg in AG 10/83, S. 278; Lutter/Krieger, S. 37; Mertens in KK, 2. Aufl., §111 Rn. 11; Kort in FS Lutter, S. 1444.

<sup>594</sup> Vgl. Hüffer, Komm. z. AktG, §111 Rn. 19; Kort in FS Lutter, S. 1444; Mertens in KK, 2. Aufl., §111 Rn. 59.

gescheiterter Übernahme an Schadensersatzansprüche denken. Die Zielgesellschaft selbst hat in beiden Fällen mit den Abwehraufwendungen einen Schaden<sup>595</sup>.

Der Schaden der Gesellschaft ist insoweit darstellbar, als das er in der Verringerung des Unternehmensergebnisses besteht, die durch die Abwehraufwendungen bedingt ist. Unter den Begriff der Abwehraufwendungen fallen sehr unterschiedliche Positionen, beispielsweise Beratungs-, Agentur-, Anzeige-, und sonstige Werbekosten. Denkbar sind auch Verluste aus unter Preis veräußerten Unternehmensteilen oder aus finanziellen Zugeständnissen an white knights<sup>596</sup>.

Gemäß dem Entwurf der gescheiterten EU-Richtlinie, der wegen der strengen Neutralitätspflicht für Abwehrmaßnahmen stets einen Beschluss der Hauptversammlung während der Angebotsphase verlangte, hätte der Aufsichtsrat als Kontrollorgan über die Geschäftsführung des Vorstands und Interessenvertreter der Aktionäre an Bedeutung verloren. Durch die Möglichkeit der Aktionäre, nicht nur über die Annahme des Angebots, sondern auch über die Maßnahmen der Verteidigung unmittelbar zu entscheiden, wäre der Aufsichtsrat wegen der fehlenden Befugnis des Vorstands zum Handeln in seiner Funktion als Kontrollorgan nicht in Erscheinung getreten.

Demgegenüber nimmt der Aufsichtsrat in dem seit 1. Januar 2002 geltenden Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) hinsichtlich Abwehrmaßnahmen des Vorstands eine entscheidende Rolle ein. Gemäß §33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 3 WpÜG darf der Vorstand Abwehrmaßnahmen nur dann vornehmen, wenn der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zugestimmt hat. Betrachtet man die vorgesehene notwendige Zustimmung des Aufsichtsrats, so könnte man daran denken, dass durch §33 Abs. 1 WpÜG dem Aufsichtsrat eine weitergehende Rolle als Hüter des Unternehmensinteresses zufallen soll. Dafür gibt es aber keine Anhaltspunkte. Vielmehr wird nur abweichend vom Regelfall nach §111 Abs. 4 Satz 2 AktG, wonach durch die Satzung oder durch Beschluss des Aufsichtsrats ad hoc der Zustimmungsvorbehalt begründet werden kann, durch §33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 3 WpÜG der Zustimmungsvorbehalt gesetzlich zwingend festgeschrieben<sup>597</sup>.

<sup>595</sup> Vgl. Thümmel in DB 9/2000, S. 461.

<sup>596</sup> Vgl. Thümmel in DB 9/2000, S. 462, 465: „Im Mittelpunkt stehen hier Innenhaftungsansprüche, also Ansprüche des Zielunternehmens selbst. Diese betreffen die, wie das jüngste Beispiel Vodafone/Mannesmann gezeigt hat, durchaus erheblichen Aufwendungen, die das Management in die Abwehr einer Übernahme investiert und die das Unternehmensergebnis belasten.“

<sup>597</sup> Vgl. Schneider in AG 3/2002, S. 129.

Gemäß §33 Abs. 2 Satz 4 WpÜG bedürfen auch sogenannte Vorratsbeschlüsse der Zustimmung des Aufsichtsrats. Aus dem Charakter der Zustimmung als präventiver Überwachungsmaßnahme folgt, dass diese in aller Regel als Einwilligung, das heißt vor Durchführung der Maßnahme, erteilt werden muss. Durch die Zustimmung des Aufsichtsrats wird eine Kontrolle des Vorstandshandelns in der konkreten Übernahmesituation ermöglicht, was das erforderliche Korrelat für den Umstand darstellt, dass der dem Vorstandshandeln zu Grunde liegende Hauptversammlungsbeschluss nicht in Kenntnis des konkreten Angebots erfolgte.

Will der Vorstand demnach auf der Grundlage eines Beschlusses gemäß §33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 3 WpÜG oder §33 Abs. 2 WpÜG Abwehrmaßnahmen ergreifen, bedarf er hierfür der Zustimmung des Aufsichtsrats, und zwar ganz unabhängig davon, ob sich ein solches Zustimmungserfordernis aus der Satzung der Zielgesellschaft oder dem allgemeinen Aktienrecht ableiten läßt oder nicht. Durch diese gesetzliche Festlegung wird die Stellung des Aufsichtsrats während eines Übernahmeverfahrens gestärkt. Der Vorstand kommt in diesem Fall um das Mitwirken des Aufsichtsrats nicht umhin.

#### **D. Das Ergebnis**

Nun wurde in diesem Kapitel gezeigt, dass vor allem die Hoffnung auf eine hohe Abfindung oder die Angst vor dem Verlust des eigenen Amtes den Vorstand in seiner Entscheidung, wie es sich zu einer feindlichen Übernahme verhalten will, beeinflussen können. Dabei ergibt sich aber schon aus der Stellung des Vorstands als Treuhänder der Aktionäre, dass Eigeninteressen bei der Entscheidung des Vorstands über sein weiteres Vorgehen bei feindlichen Übernahmeangeboten keine Rolle spielen dürfen.

Daher sind dem Vorstand Eingriffe in die Aktionärsstruktur und den Markt für Unternehmenskontrolle zu verwehren. Zwar wird teilweise in der Literatur die Ansicht vertreten, dass außerhalb von Übernahmeangeboten der Vorstand die Zusammensetzung des Aktionärskreises beeinflussen dürfe, solange er seine Befugnisse nicht zugunsten eigenütziger Zwecke einsetzt oder die Aktionäre zur Festigung seiner Position ungleich behandelt<sup>598</sup>. Für die Übernahmeprophylaxe hätte der Vorstand demnach einigen Spielraum, dies ist aber keinesfalls ausdiskutiert und, wie in diesem Kapitel untersucht wurde, nicht mit den Grundsätzen des deutschen Aktienrechts kompatibel. Denn auch in

---

<sup>598</sup> Vgl. Krause in AG 5/2000, S. 219; Hopt in ZGR 4/93, S. 559.

der Phase vor der Abgabe des konkreten Übernahmeangebot unterliegt die Verwaltung der Gesellschaft einem Neutralitätsgebot hinsichtlich aller Maßnahmen, die die Zusammensetzung der Aktionärsstruktur betreffen. Das folgt aus der Stellung des Vorstands auf Grund der Kompetenzverteilung im Innenverhältnis der Gesellschaft, insbesondere aus den §§ 53a, 76 und 93 AktG.

Nur wenn man eine der Neutralitätspflicht des Vorstands im Übernahmeverfahren gleichwertige Pflicht auch vor Abgabe eines Übernahmeangebots anerkennt, ist eine einheitliche Kompetenzverteilung gewahrt und die Interessen der Aktionäre hinreichend geschützt. Denn nur ihnen als Eigentümer der Gesellschaft sollte die Entscheidung der Zusammensetzung des Aktionärskreises, also der Eigentümer der Aktiengesellschaft vorbehalten sein. Dabei handelt es sich ebenso wie bei dem Neutralitätsgebot nach Abgabe des Übernahmeangebots nicht um ein umfassendes, striktes Neutralitätsgebot. Vielmehr sollen auch hier im Interesse der Gesellschaft zwei Ausnahmen von dem Neutralitätsgebot zulässig sein. Dies ist der Fall, wenn es der Verhinderung von Gesetzesverstößen und der Abwehr nicht unerheblicher Gefahren für die Existenz und Wohlergehen des Unternehmens am Markt dient. In diesen Fällen unterliegt der Vorstand sogar der Pflicht, die drohende Übernahme zu verhindern. Der Vorstand bewegt sich hier auf einem schmalen Pfad.

Danach erfolgt im Rahmen des Handlungsermessens des Vorstands eine Interessenabwägung zwischen den Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft, frei über die Annahme der Übernahmeofferte zu entscheiden und den gegenüberstehenden Interessen der Gesellschaft. Einerseits kann zwar ein Recht des Vorstands, die Zusammensetzung des Aktionärskreises zu beeinflussen, nicht begründet werden und würde zudem der Privatautonomie der Aktionäre als Eigentümer des Unternehmens zuwiderlaufen. Andererseits folgt aber aus der Pflicht des Vorstands, dass er den Interessen des Unternehmens zu dienen und mögliche Schäden für die Gesellschaft und deren Aktionäre abzuwehren hat<sup>599</sup>.

Folgerichtig bedeutet dies, dass der Vorstand sowohl vor als auch nach Abgabe eines Übernahmeangebots grundsätzlich nicht die Zusammensetzung des Aktionärskreises beeinflussen darf. Das Neutralitätsgebot mit seiner klaren Zuständigkeitsregel vermeidet Rechtsunsicherheiten, wie sie bei einzelnen Rechten und Pflichten der Verwaltung entstehen würden, vermindert durch die klare Zuständigkeitsabgrenzung auch die Einmi-

---

<sup>599</sup> Vgl. Schander in BB 36/97, S. 1804.

schung von Gerichten in unternehmerische Prozesse und gibt den Unternehmen eine solide Basis für ihre Entscheidungen auf dem Gebiet des Übernahmerechts. Angesichts dieser Kompetenzbeschneidung der Mitglieder der Leitungs- und Aufsichtsorgane bei der Zielgesellschaft und der damit verbundenen Kompetenzverlagerung auf die Hauptversammlung erweitert sich der Handlungsspielraum des Leitungsorgans der Bietergesellschaft. Da es der Zielgesellschaft fast nicht möglich ist, während der Frist des Angebots ihrerseits Maßnahmen durchzuführen, die eine Unternehmenswertsteigerung zur Folge hätten, wird die Zielgesellschaft auf dem Entwicklungsstand zum Zeitpunkt der Abgabe des Übernahmeangebots festgehalten. Dem Leitungsorgan der Bietergesellschaft stehen während der Angebotsfrist alle Möglichkeiten für Änderungen seiner Übernahmestrategie offen. Die Zielgesellschaft hingegen wird immer dann blockiert, wenn eine Geschäftsführungsmaßnahme dahingehend interpretiert werden könnte, dass sie das Übernahmeangebot „vereiteln“ würde<sup>600</sup>.

Die Umsetzung der gescheiterten EU-Richtlinie mit der strengen Neutralitätspflicht hätten zu dem Ergebnis einer noch stärkeren Beschränkung des Handlungsspielraums des Vorstands der Zielgesellschaft geführt. Die bisher einzig wirksame, dem Vorstand zur Verfügung stehende Maßnahme zur Abwehr einer unwillkommenen Übernahme, die Kapitalerhöhung durch genehmigtes Kapital unter Bezugsrechtsausschluss, wäre diesem mit Umsetzung der Richtlinie verloren gegangen.

Durch das Scheitern der EU-Richtlinie und der Einführung einer gesetzlichen Regelung von Übernahmeverfahren durch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz hat sich in Deutschland ein anderes Bild ergeben.

Gemäß §33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 3 WpÜG hat der Vorstand die Möglichkeit, nach Zustimmung des Aufsichtsrats und dem zuvor gefassten Hauptversammlungsbeschluss Handlungen vorzunehmen, die auf die Abwehr des Übernahmeangebots gerichtet sind. Die Möglichkeit zur Ermächtigung von Abwehrmaßnahmen nach §33 Abs. 2 WpÜG schränkt das Recht des Vorstands zur Durchführung von Maßnahmen im Rahmen von §33 Abs. 1 Satz 2 WpÜG nicht ein. Maßnahmen des Vorstands, die auf Ermächtigungen nach anderen Rechtsvorschriften beruhen, wie zum Beispiel die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals nach §202 AktG oder der Rückkauf von Aktien nach §71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, die ursprünglich nicht ausdrücklich zu Abwehrzwecken bestimmt waren, können daher vom Vorstand auch während eines Angebots durchgeführt werden, sofern

---

<sup>600</sup> Vgl. Kirchner in BB 3/2000, S. 110.

die Anforderungen von §33 Abs. 1 Satz 2 WpÜG eingehalten werden. Demnach kann der Vorstand beispielsweise mit Zustimmung des Aufsichtsrats ein Aktienpaket an einen freundlichen Dritten ausgeben<sup>601</sup>..

Durch die Verkürzung der Fristen zur Einberufung einer Hauptversammlung während eines Übernahmeverfahrens gemäß §16 Abs. 4 WpÜG ist es dem Vorstand auch möglich, Ad hoc-Hauptversammlungen einzuberufen. Damit hat der einzelne Aktionäre der Zielgesellschaft auch die Möglichkeit, kollektiv im Rahmen einer Hauptversammlung auf das abgegebene Angebot zu reagieren. Danach können Aktionäre einer ihnen willkommenen Abwehrstrategie des Vorstands kollektiv zustimmen. Denn der Hauptversammlungsbeschluss über die Zulässigkeit von Verteidigungsmaßnahmen ist nicht gleichbedeutend mit der individuellen Entscheidung des einzelnen Aktionärs über Annahme oder Ablehnung des Übernahmeangebots. Er stellt eine Erweiterung der Handlungsmöglichkeiten der Aktionäre dar.

Damit ergibt sich in richtiger Auslegung des WpÜG, dass, sofern nach dem Aktiengesetz und der Rechtsprechung ein Beschluss der Hauptversammlung erforderlich ist, solche Maßnahmen auch künftig nicht durch Vorstand und Aufsichtsrat alleine getroffen werden können. Aufgrund der Eindeutigkeit von Gesetz und Gesetzesbegründung lässt sich jedenfalls keine Vorrangigkeit des WpÜG vor der aktienrechtlichen Geschäftsverteilung zwischen Vorstand und Hauptversammlung ableiten. Dies entspricht auch der Gesetzesbegründung zu §33 Abs. 1 WpÜG, wonach der Vorstand innerhalb seiner Geschäftsführungskompetenz Abwehrmaßnahmen bei vorheriger Zustimmung des Aufsichtsrats treffen kann und dass Maßnahmen, die nach allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Grundsätzen in die Zuständigkeit der Hauptversammlung fallen, auch weiterhin bei dieser verbleiben<sup>602</sup>. Für alle diese Maßnahmen gelten die allgemeinen aktienrechtlichen Grundsätze uneingeschränkt<sup>603</sup>.

Das Ziel für die weitere Entwicklung des Übernahmerechts sollte sein, die Abwehr feindlicher Übernahmen nicht unmöglich zu machen, sondern vor allem für die betroffenen Aktionäre transparenter zu gestalten. Ein entscheidender erster Schritt ist mit dem zum 1. Januar 2002 in Kraft getretenen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) gemacht worden. Es bleibt abzuwarten, in welcher Form die EU-Kommission

---

<sup>601</sup> Vgl. Schwennicke in Geibel/Süßmann, §33 Rn. 51; Schneider in AG 3/2002, S. 131.

<sup>602</sup> Vgl. Zschocke in DB 2/2002, S. 83; Winter/Harbarth in ZIP 172002, S. 15.

<sup>603</sup> Vgl. Schwennicke in Geibel/Süßmann, §33 Rn. 44.

mit einem neuen Entwurf einer EU-Richtlinie gegen Ende des Jahres 2002 das Thema der Abwehrmaßnahmen und der damit verbundenen Kompetenzaufteilung der Organe auf seiten des Bieters angehen wird.

## Schlussbetrachtung

In der Vergangenheit hat sich das feindliche Übernahmeangebot als ein äußerst attraktives Mittel zur Übernahme eines Unternehmens erwiesen; denn nur mit diesem gelingt es dem Bieter, die Aktionäre der Zielgesellschaft direkt anzusprechen und den Vorstand zu umgehen. Die Furcht, feindliche Übernahmeangebote motivieren das Management zu kurzfristiger und kurzatmiger Unternehmenspolitik, wodurch die mittel- und langfristige Unternehmenspolitik und damit auch die soziale Verantwortung des Unternehmens in den Hintergrund treten würde, scheint übertrieben<sup>604</sup>. Vielmehr üben Übernahmeangebote Druck auf die Verwaltung der Unternehmen aus, ihre Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit durch die Erwirtschaftung und Ausschüttung hoher Erträge zu steigern. Sie bewirken eine volkswirtschaftlich sinnvolle Aufbrechung und Transformation verkrusteter Unternehmensstrukturen<sup>605</sup>. Der Ausdruck der Feindlichkeit der Übernahme ist irreführend und täuscht über die positiven Auswirkungen der Unternehmensübernahme insbesondere auch für die Aktionäre. In diesem Hintergrund interessieren die Stellung und die Kompetenzen der einzelnen Organe in der Aktiengesellschaft. In Deutschland hat sich über Jahrzehnte hinweg zwischen dem Vorstand, dem Aufsichtsrat und der Hauptversammlung ein ausgeklügeltes Kompetenzgefüge entwickelt, das eine Machtbalance im Innenverhältnis der Aktiengesellschaft garantieren soll.

Der Hauptversammlung hat der Gesetzgeber die Summe derjenigen Gestaltungs- und Mitentscheidungsbefugnisse zugeteilt, die unverzichtbar sind, um die Aktiengesellschaft an den Willen ihrer wirtschaftlichen Eigentümer, der Aktionäre, rückzubinden. Es war das zentrale Anliegen des Reformgesetzgebers 1965, ein Aktienrecht zu schaffen, das die Mitsprache- und Kontrollrechte der Aktionäre nur soweit einschränken sollte, wie dies erforderlich ist, um die Funktionsfähigkeit und das Erreichen des Zwecks des Zusammenschlusses zu sichern, zu denen sich die Aktionäre verbunden haben<sup>606</sup>.

Für die Aktionäre der Zielgesellschaft bedeutet dies: Zwar kann die Hauptversammlung nicht unmittelbar bei der Abgabe eines Übernahmeangebots mitwirken, weil, wie in Kapitel 3 festgestellt wurde, die Durchführung der Übernahme als Geschäftsführungsmaßnahme allein in den Kompetenzbereich des Vorstands fällt. Sie ist aber nicht völlig

<sup>604</sup> Vgl. Mertens in AG 6/90, S. 252.

<sup>605</sup> Vgl. Schanz in NZG 7/2000, S. 338.

<sup>606</sup> Vgl. Mecke, S. 227.

von der Mitwirkung der Geschäftspolitik, insbesondere bei der Gestaltung des Übernahmeverfahrens abgekoppelt. Einen Einfluß auf den Rahmen der Geschäftsführung bietet die Möglichkeit der Satzungsgestaltung trotz der relativ engen Grenzen des §23 Abs. 5 AktG. Hier besteht ein großes noch ungenutztes Kompetenz- und Regelungspotential, das die Hauptversammlung sowohl in Richtung auf den Vorstand als auch im Blick auf den Aufsichtsrat gesetzeskonform füllen kann. Sie darf dabei lediglich die gesetzlichen Kompetenzen der übrigen Organe nicht antasten. Es ist ihr aber erlaubt, durch die Satzungsgestaltung den Rahmen für die Ausfüllung der Zuständigkeiten der anderen Organe im Sinne der Anteilseigner abzustecken<sup>607</sup>. Danach kann die Hauptversammlung dem Vorstand durch die Bestimmung des Unternehmensgegenstandes Grenzen auferlegen und ihn bei bestimmten Geschäften an die Zustimmung des Aufsichtsrats binden. Diese Grenzen zu überschreiten ist der Vorstand nicht befugt, indem er sie eigenmächtig und damit auch unzulässigerweise ausdehnt<sup>608</sup>.

Diese weitgehende Zurückdrängung unmittelbarer Entscheidungsbefugnisse der Aktionäre im Übernahmeverfahren auf Seiten des Bieters kann bedenklich stimmen, ist aber Bestandteil des Kompetenzsystems in der Gesellschaft. Ein Gegensteuern kann nicht in der Ausweitung der Hauptversammlungskompetenzen, insbesondere durch die Bejahung ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten, sondern nur in der Intensivierung der Überwachungstätigkeit des Aufsichtsrats und der Ausnutzung der Satzungsgestaltung durch den Satzungsgeber bestehen.

Betrachtet man die Kompetenz der Vorstände der beteiligten Aktiengesellschaften bei einer feindlichen Übernahme, ergibt sich ein völlig konträres Bild. Auf der einen Seite handelt der Vorstand der die Übernahme planenden Gesellschaft im Rahmen seiner gewöhnlichen Geschäftsführungsbefugnis gemäß §76 Abs. 1 AktG. Eine Anwendung ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen auf den Beteiligungserwerb ist in diesem Falle zumindest überflüssig und wohl auch unpraktikabel.

Anders stellt sich die Lage beim Vorstand der Zielgesellschaft dar. Bei einer Übernahme geht es um die Änderung der Eigentümerstrukturen, somit um die Grundlagen der Gesellschaft. Einflüsse auf solche Grundlagenentscheidungen stehen nicht in der Kom-

---

<sup>607</sup> Vgl. v. Rechenberg, S. 159.

<sup>608</sup> Vgl. Kessler in AG 3/95, S. 121.

petenz der Vorstands, sondern hier sind die Aktionäre gefordert. Die Verwaltung hat sich in Übernahmekämpfen neutral zu verhalten. Sie darf Abwehrmaßnahmen nur dann veranlassen, wenn dies durch eine Beschlussfassung der Hauptversammlung gedeckt ist<sup>609</sup>.

Angesichts dieser Kompetenzbescheidung der Leitungs- und Aufsichtsorgane bei der Zielgesellschaft und der damit verbundenen Kompetenzverlagerung auf die Aktionäre erweitert sich der Handlungsspielraum des Bieters. Ihm stehen während der Angebotsfrist alle Möglichkeiten für Änderungen seiner Übernahmestrategie offen. Die Zielgesellschaft hingegen wird immer dann blockiert, wenn eine Geschäftsführungsmaßnahme dahingehend interpretiert werden könnte, dass sie das Übernahmeangebot vereiteln und damit der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Leitungsorgans der Zielgesellschaft widersprechen würde. Hierunter kann bereits ein Erschweren der Übernahme fallen. Im Ergebnis zeigt sich, dass eine erhebliche Asymmetrie zwischen den Handlungsmöglichkeiten der Akteure auf Seiten der Bieter- und der Zielgesellschaft existiert.

Als Fazit bleibt festzustellen, dass das take-over-game noch lange nicht ausgereizt ist. Dies gilt sowohl für die Chancen des potentiellen Bieters als auch für die Abwehrmöglichkeiten des bedrohten Unternehmens. Die derzeitige Entwicklung des deutschen Kapitalmarktrechts, dies zeigt das KonTraG deutlich, geht den Weg einer zunehmenden Liberalisierung und internationalen Angleichung. Diesen Weg bestreitet auch das Unternehmenskontrollrecht, welches insbesondere die Rechte der Aktionäre als Kapitalgeber und wirtschaftlichen Eigentümer der Aktiengesellschaft hervorheben will.

Damit ergibt sich für die Zukunft folgendes Bild in Deutschland: Im Rahmen der Internationalisierung und Globalisierung der Märkte werden feindliche Übernahmen vermehrt auftreten. Dabei stehen dem Bieter immer mehr ausgeklügelte Finanzierungsmethoden zur Verfügung, immer höhere Tranaktionssummen werden finanzierbar sein, so dass der Kandidatenkreis der Zielunternehmen stetig anwächst und mit ihm die Zahl der Übernahmen. Dieser Flut von Übernahmetaktiken stehen die Zielgesellschaften fast wehrlos gegenüber. Zwar stehen dem Vorstand vereinzelt Abwehrmaßnahmen auf Grund von Hauptversammlungsbeschlüssen zur Verfügung, doch sind der Verwaltung der Zielgesellschaft wegen der Neutralitätspflicht weitgehend die Hände gebunden.

---

<sup>609</sup> Vgl. Ebenroth/Daum in DB 22/91, S. 1161; Michalski in AG 4/97, S. 163; Winter/Harbarth in ZIP 1/2002, S. 4, 15; Krause in NJW 10/2002, S. 712.

Demgegenüber ist der einzelne Aktionär in seiner Entscheidung, ob er das Angebot annimmt oder nicht, völlig frei.

Es bleibt der Verwaltung der betroffenen Aktiengesellschaften nur zu raten, ihre Unternehmenspolitik langfristig an einer stetigen Effizienzsteigerung zu orientieren, und dadurch die Aktionäre davon zu überzeugen, dass das Halten der Anteile an der Gesellschaft für sie eine attraktivere Investition darstellt, als die Annahme eines Übernahmeangebots durch ein bietendes Unternehmen, will es nicht zu einem potentiellen Übernahmekandidaten werden.

## Literaturverzeichnis:

- Assmann**, Heinz-Dieter / **Basaldua**, Nathalie / **Bozenhardt**, Friedrich / **Peltzer**, Martin: Übernahmeangebote, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), Sonderheft Nr. 9, Berlin 1990; zit.: (Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer).
- Assmann**, Heinz-Dieter: Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebote – der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 12, 1995, S. 563 ff.; zit.: (Assmann in AG 12/95).
- Assmann**, Heinz-Dieter: Erwerbs-, Übernahme- und Pflichtangebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz aus der Sicht der Bietergesellschaft, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 3, 2002, S. 114 ff.; zit.: (Assmann in AG 3/2002).
- Bärmann**, Johannes: Take-overs in freiwilliger Selbstkontrolle?, in: Festschrift für Horst Bartholomeyczik zum 70. Geburtstag, 1973, S. 1 ff.; zit.: (Bärmann in FS Bartholomeyczik).
- Barz**, Carl-Hans: in: Großkommentar zum Aktienrecht, Band I, 1. Halbband §§1 – 75 AktG, 3. Auflage, April 1970, Berlin/New York; zit.: (Barz in Großkomm.).
- Baumbach**, Adolf / **Hueck**, Alfred: Kurzkomentar zum Aktiengesetz, 11. Auflage, München/Berlin 1961; zit.: (Baumbach/Hueck, Kurzkomm. z. AktG)).
- Becker**, Hans Paul: Feindliche Übernahmen – Wesen, Ziele und Gefahren, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium (WiSt), Heft 5, 1990, S. 218 ff.; zit.: (Becker in WiSt 5/90).
- Bergmann**, Hans: Aktienrecht und Führerprinzip – Leitsätze für eine Umgestaltung des Aktienrechts, in: Deutsche Juristen – Zeitung (DJZ), Heft 6, 1934, S. 372 ff.; zit.: (Bergmann in DJZ 6/34).

- Bess, Jürgen:** Eine europäische Regelung für Übernahmeangebote, Teil 1 in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 7, 1976, S. 169 ff.; Teil 2 in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 8, 1976, S. 206 ff.; zit.: (Bess in AG 7/76, 8/76).
- Bösselmann, Kurt:** Die Entwicklung des deutschen Aktienwesens im 19. Jahrhundert – Ein Beitrag zur Frage der Finanzierung gemeinwirtschaftlicher Unternehmungen und zu den Reformen des Aktienrechts, Berlin 1939; zit.: (Bösselmann)
- Boujong, Karlheinz:** Rechtliche Mindestanforderungen an eine ordnungsgemäße Vorstandskontrolle und –beratung, Konsequenzen aus den Entscheidungen des Bundesgerichtshofs BGHZ 114, 127 und BGHZ 124, 111, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 5, 1995, S. 203 ff.; zit.: (Boujong in AG 5/95).
- Brandes, Helmut:** Die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur Aktiengesellschaft, in: Wertpapiermitteilungen (WM), Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Heft 49, 1994, S. 2177 ff.; zit.: (Brandes in WM 49/94).
- Büdenbender, Ulrich:** Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung – Kompetenzen, Kooperation, Kontrollbefugnisse, in: Juristische Arbeitsblätter (JA), Heft 8/9, 1999, S. 713 ff.; zit.: (Büdenbender in JA 8/99, 9/99).
- Bungert, Hartwin:** Die Liberalisierung des Bezugsrechtsausschlusses im Aktienrecht – zum Siemens/Nold-Urteil des BGH, in: Neue Juristische Wochenschrift (NJW), Heft 8, 1998, S. 488 ff.; zit.: (Bungert in NJW 8/98).
- Burgard, Ulrich:** Kapitalmarktrechtliche Lehren aus der Übernahme Vodafone/Mannesmann, in: Wertpapiermitteilungen (WM), Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Heft 12, 2000, S. 611 ff.; zit.: (Burgard in WM 12/2000).
- Buxbaum, Richard M.:** Die feindliche Übernahme der anderen Art, in: Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag, 2000, S. 1295 ff.; zit.: (Buxbaum in FS Lutter).

**Claussen**, Carsten P.: Wie ändert das KonTraG das Aktiengesetz?, in: Der Betrieb (DB), Heft 4, 1998, S. 177 ff.; zit.: (Claussen in DB 4/98).

**Daum**, Thomas: Die unkoordinierte Übernahme einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, Dissertation in: Europäische Hochschulschriften, Reihe II, Band 1377, Berlin 1993, zit.: (Daum)

**Dietrich**, Hartmut: Die Tender Offer im Bundesrecht der USA, in: Außenwirtschaftsdienst des Betriebs-Beraters (AWD), Heft 6, 1973, S. 304 ff.; zit.: (Dietrich in AWD 6/73).

**Drygala**, Tim: Die neue deutsche Übernahmeskepsis und ihre Auswirkungen auf die Vorstandspflichten nach § 33 WpÜG, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP), Heft 42, 2001, S. 1861 ff.; zit.: (Drygala in ZIP 42/2001).

**Ebenroth**, Carsten Thomas / **Daum**, Thomas: Die Kompetenzen des Vorstandes einer Aktiengesellschaft bei der Durchführung und Abwehr unkoordinierter Übernahmen, Teil 1 in: Der Betrieb (DB), Heft 21, 1991, S. 1105 ff.; Teil 2 in: Der Betrieb (DB), Heft 22, 1991, S. 1157 ff.; zit.: (Ebenroth/Daum in DB 21/91, 22/91).

**Eckardt**, Ulrich: in: Geßler / Hefermehl / Eckardt / Kropff, Kommentar zum Aktiengesetz, Hrsg.: Geßler, Ernst; Hefermehl, Wolfgang; Eckardt, Ulrich; Kropff, Bruno, Band II, §§76 - 147 AktG, März 1973; zit.: (Eckardt in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff).

**Eisenhardt**, Ulrich: Gesellschaftsrecht, 8. Auflage, München 1999; zit.: (Eisenhardt).

**Emmerich**, Volker / **Sonnenschein**, Jürgen: Konzernrecht, 6. neubearbeitete Auflage, München 1997; zit.: (Emmerich/Sonnenschein).

**Falkenhausen**, Bernhard Freiherr von: Das Takeover-Game – Unternehmenskäufe in den USA, in: Festschrift für Ernst C. Stiefel zum 80. Geburtstag, 1987; zit.: (v. Falkenhausen in FS Stiefel).

- Fischer**, Curt Eduard: Die Reform des Aktiengesetzes – grundsätzlich Gesichtspunkte und einige Vorschläge für die Neufassung, in: Archiv für die civilistische Praxis (AcP), 154. Band, Tübingen 1955, S. 181 ff.; zit.: (Fischer in AcP 154/55).
- Geßler**, Ernst: Vorstand und Aufsichtsrat im neuen Aktiengesetz, in: Juristische Wochenschrift (JW), Heft 9, 1937, S. 497 ff.; zit.: (Geßler in JW 9/37).
- Geßler**, Ernst: in: Geßler / Hefermehl / Eckardt / Kropff, Kommentar zum Aktiengesetz, Hrsg.: Geßler, Ernst; Hefermehl, Wolfgang; Eckardt, Ulrich; Kropff, Bruno, Band II §§76 - 147 AktG, Band VI §§291 - 410 AktG, Oktober 1975; zit.: (Geßler in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff).
- Geßler**, Ernst: Einberufung und ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten, in: Festschrift für Walter Stimpel zum 68. Geburtstag, November 1985, S. 771 ff.; zit.: (Geßler in FS Stimpel).
- Godin**, Reinhard Freiherr von / **Wilhelmi**, Hans: Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktiengesetz) – vom 30. Januar 1937 (RGBl. I S. 107 ff.), in: Guttentagsche Sammlung Deutscher Reichsgesetze – Kommentare und erläuterte Textausgaben, Berlin/Leipzig 1937; zit.: (v. Godin/Wilhelmi).
- Götz**, Heinrich: Die Sicherung der Rechte der Aktionäre der Konzernobergesellschaft bei Konzernbildung und Konzernleitung, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 4, 1984, S. 85 ff.; zit.: (Götz in AG 4/84).
- Götz**, Heinrich: Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrates der Aktiengesellschaft, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), Heft 4, 1990, S. 633 ff.; zit.: (Götz in ZGR 4/90).
- Groos**, Thomas: Öffentliche Übernahmeangebote in Frankreich, in: Außenwirtschaftsdienst des Betriebs-Berater (AWD), Heft 11, 1973, S. 592 ff.; zit.: (Groos in AWD 11/73).

**Gross, Wolfgang:** Zuständigkeit der Hauptversammlung bei Erwerb und Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 6, 1994, S. 266 ff.; zit.: (Gross in AG 6/94).

**Grossfeld, Bernhard / Ebke, Werner:** Probleme der Unternehmensverfassung in rechtshistorischer und rechtsvergleichender Sicht, Teil 1 in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 3, 1977, S. 57 ff.; Teil 2 in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 4, 1977, S. 92 ff.; zit.: (Grossfeld/Ebke in AG 3/77, 4/77).

**Großmann, Adolf:** Aktienrechtsreform und Führerprinzip – eine wirtschaftliche Studie, in: Deutsche Richterzeitung (DriZ), Heft 8, 1934, S. 227 ff.; zit.: (Großmann in DriZ 8/34).

**Grunewald, Barbara:** Was bringt der Vorschlag einer 13. EG-Richtlinie über Übernahmeangebote für das deutsche Recht?, in: Wertpapiermitteilungen (WM), Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Heft 34, 1989, S. 1233 ff.; zit.: (Grunewald in WM 34/89).

**Grunewald, Barbara:** Rückverlagerung von Entscheidungskompetenzen der Hauptversammlung auf den Vorstand, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 4, 1990, S. 133 ff.; zit.: (Grunewald in AG 4/90).

**Hansen, Herbert:** Zum Jahresende 2000: 10.582 Aktiengesellschaften, in: AG-Report, Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 3, 2001, S. 67 ff.; zit.: (Hansen in AG-Report 3/2001).

**Hauschka, Christoph E. / Roth, Thomas:** Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 7, 1988, S. 181 ff.; zit.: (Hauschka/Roth in AG 7/88).

- Hefermehl, Wolfgang:** in: Geßler / Hefermehl / Eckardt / Kropff, Kommentar zum Aktiengesetz, Hrsg.: Geßler, Ernst; Hefermehl, Wolfgang; Eckardt, Ulrich; Kropff, Bruno, Band II, §§76 - 147 AktG, März 1973; zit.: (Hefermehl in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff).
- Heider, Karsten:** in: Münchner Kommentar zum Aktienrecht, Band 1, §§1 - 53, 2. Auflage, München 2000; zit.: (Heider in MüKomm. z. AktG)
- Heinsius, Theodor:** Abfindung außenstehender Aktionäre und Übernahmeangebote im deutschen Aktien- und Konzernrecht, in: Das Übernahmeangebot im Aktienrecht – Take-over-bids und Offres publiques d’achat sowie die Abfindung der Aktionäre beim Erwerb von Mehrheitsbeteiligungen an Aktiengesellschaften, Hrsg.: Schmitthoff / Goré / Heinsius, Frankfurt a.M. 1976; zit.: (Heinsius in Schmitthoff/Goré/Heinsius).
- Heinsius, Theodor:** Organzuständigkeit bei Bildung, Erweiterung und Umorganisation des Konzerns, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), Heft 3, 1984, S. 381 ff.; zit.: (Heinsius in ZGR 3/84).
- Henn, Günter:** Handbuch des Aktienrechts, 4. Auflage, Heidelberg 1991, zit.: (Henn).
- Herrmann, Marcus:** Zivilrechtliche Abwehrmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeversuche in Deutschland und Großbritannien, Dissertation in: Abhandlungen zum Recht der Internationalen Wirtschaft, Hrsg.: Sandrock, Otto, Band 28, Münster 1993; zit.: (Herrmann).
- Hirte, Heribert:** Kapitalgesellschaftsrecht, Köln 1997, zit.: (Hirte).
- Hirte, Heribert / Schander, Albert A.:** Organpflichten bei Unternehmensübernahmen, in: Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Hrsg.: Rüdiger Rosen, Frankfurt 1999; zit.: (Hirte/Schander).
- Hommelhoff, Peter:** Die Konzernleitungspflicht – Zentrale Aspekte eines Konzernverfassungsrechts, Köln 1982; zit.: (Hommelhoff).

- Hommelhoff**, Peter: 100 Bände BGHZ: Aktienrecht, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR), Band 151, 1987, S. 493 ff.; zit.: (Hommelhoff in ZHR 151/87).
- Hopt**, Klaus J.: Aktionärskreis und Vorstandsneutralität, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), Heft 4, 1993, S. 534 ff.; zit.: (Hopt in ZGR 4/93).
- Hopt**, Klaus J.: Handels- und Gesellschaftsrecht, Band II – Gesellschaftsrecht, Hrsg.: Beuthien / Erichsen / Eser, 4.Auflage, München 1996; zit.: (Hopt).
- Hopt**, Klaus J.: Europäisches und deutsches Unternehmensrecht, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR), Band 161, 1997, S. 368 ff.; zit.: (Hopt in ZHR 161/97).
- Hopt**, Klaus J.: Auf dem Weg zum deutschen Übernahmegesetz – Überlegungen zum Richtlinienentwurf 1997, zum Übernahmekodex 1997 und zum SPD-Entwurf 1997, in: Festschrift für Wolfgang Zöllner zum 70. Geburtstag, 1998, S. 253 ff.; zit.: (Hopt in FS Zöllner).
- Hopt**, Klaus J.: Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, in: Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag, 2000, S. 1361 ff.; zit.: (Hopt in FS Lutter).
- Horn**, Norbert: Internationale Unternehmenszusammenschlüsse, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP), Heft 11, 2000, S. 473 ff.; zit.: (Horn in ZIP 11/2000).
- Horrwitz**, Hugo: Das Recht der Generalversammlungen der Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien, Berlin 1913; zit.: (Horrwitz).
- Hübner**, Ulrich: Die Ausgliederung von Unternehmensteilen in aktien- und aufsichtsrechtlicher Sicht, in: Festschrift für Walter Stimpel zum 68. Geburtstag, November 1985, S. 771 ff.; zit.: (Hübner in FS Stimpel).

**Hüffer**, Uwe: Kommentar zum Aktiengesetz, Band 53, 4. neubearbeitete Auflage, Mai 1999; zit.: (Hüffer, Komm. z. AktG).

**Immenga**, Ulrich: Zuständigkeiten des mitbestimmten Aufsichtsrats, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), Heft 2, 1977, S. 249 ff.; zit.: (Immenga in ZGR 2/77).

**Immenga**, Ulrich / **Noll**, Bernd: Feindliche Übernahmeangebote aus Wettbewerbspolitischer Sicht, Göttingen 1990; zit.: (Immenga/Noll).

**Immenga**, Ulrich: Öffentliche Übernahmeangebote, in: Öffentliche Übernahmeangebote, Arbeiten zur Rechtsvergleichung, Schriftenreihe der Gesellschaft für Rechtsvergleichung, Hrsg.: Kreuzer, Karl; Baden-Baden 1991; zit.: (Immenga).

**Joost**, Detlev: Holzmüller vor dem Hintergrund des Umwandlungsgesetzes, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR), Band 163, 1999, S. 164 ff.; zit.: (Joost in ZHR 163/99).

**Kästner**, Karin: Aktienrechtliche Probleme der D&O – Versicherung, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 3, 2000, S. 113 ff.; zit.: (Kästner in AG 3/2000).

**Kallmeyer**, Harald: Hauptversammlungskompetenzen in der AG, in: Der Betrieb (DB), Heft 40, 1989, S. 2009 ff.; zit.: (Kallmeyer in DB 40/89).

**Kallmeyer**, Harald: Pflichten des Vorstands der Aktiengesellschaft zur Unternehmensplanung, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), Heft 1, 1993, S. 104 ff.; zit.: (Kallmeyer in ZGR 1/93).

**Kallmeyer**, Harald: Die Mängel des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR), Band 161, 1997, S. 368 ff.; zit.: (Kallmeyer in ZHR 161/97).

- Kessler**, Manfred: Die Leitungsmacht des Vorstandes einer Aktiengesellschaft, Teil I in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 2, 1995, S. 61 ff.; Teil II in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 3, 1995, S. 120 ff.; zit.: (Kessler in AG 2/95, 3/95).
- Kindler**, Peter: Bezugsrechtsausschluß und unternehmerisches Ermessen nach deutschem und europäischen Recht, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), Heft 1, 1998, S. 35 ff.; zit.: (Kindler in ZGR 1/98).
- Kirchner**, Christian: Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstandes der Zielgesellschaft im Übernahmerecht, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 11, 1999, S. 481 ff.; zit.: (Kirchner in AG 11/99).
- Kirchner**, Christian: Szenarien einer feindlichen Unternehmensübernahme: Alternative rechtliche Regelungen im Anwendungstest, in: Betriebs-Berater (BB), Heft 3, 2000, S. 105 ff.; zit.: (Kirchner in BB 3/2000).
- Klein**, Albrecht: Abwehrmöglichkeiten gegen feindliche Übernahmen in Deutschland, in: Neue Juristische Wochenschrift (NJW), Heft 32, 1997, S. 2085 ff.; zit.: (Klein in NJW 32/97).
- Knoll**, Heinz-Christian: Die Übernahme von Kapitalgesellschaften: Unter besonderer Berücksichtigung des Schutzes von Minderheitsaktionären nach amerikanischem, englischem und deutschem Recht, Dissertation in: Wirtschaftsrecht und Wirtschaftspolitik, Hrsg.: Mestmäcker, Ernst-Joachim, Band 119, Baden-Baden 1991; zit.: (Knoll).
- Kort**, Michael: Rechte und Pflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft bei Übernahmeversuchen, in: Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag, 2000, S. 1421 ff.; zit.: (Kort in FS Lutter).
- Krause**, Hartmut: Der revidierte Vorschlag einer Takeover-Richtlinie (1996), in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 5, 1996, S. 209 ff.; zit.: (Krause in AG 5/96).

- Krause, Hartmut:** Zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei Übernahmeangeboten und Beteiligungserwerb, Teil 1 in: Wertpapiermitteilungen (WM), Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Heft 19, 1996, S. 845 ff.; Teil 2 in: Wertpapiermitteilungen (WM), Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Heft 20, 1996, S. 893 ff.; zit.: (Krause in WM 19/96, 20/96).
- Krause, Hartmut:** Zur Pool- und Frontenbildung im Übernahmekampf und zur Organzuständigkeit für Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 5, 2000, S. 217 ff.; zit.: (Krause in AG 5/2000).
- Krause, Hartmut:** Prophylaxe gegen feindliche Übernahmeangebote, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 3, 2002, S. 133 ff.; zit.: (Krause in AG 3/2002).
- Krause, Hartmut:** Das neue Übernahmerecht, in: Neue Juristische Wochenschrift (NJW), Heft 10, 2002, S. 705 ff.; zit.: (Krause in NJW 10/2002).
- Kropff, Bruno:** Textausgabe des Aktiengesetzes vom 6. September 1965, mit Begründung des Regierungsentwurfs und Bericht des Rechtsausschusses des Deutschen Bundestages, Düsseldorf 1965; zit.: (Kropff, Textausgabe AktG).
- Kropff, Bruno:** Zur Konzernleitungspflicht, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), Heft 1, 1984, S. 112 ff.; zit.: (Kropff in ZGR 1/84).
- Land, Volker / Hasselbach, Kai:** Das deutsche Übernahmegesetz – Einführung und kritische Anmerkungen zum Diskussionsentwurf des BMF, in: Der Betrieb (DB), Heft 35, 2000, S. 1747 ff.; zit.: (Land/Hasselbach in DB 35/2000).
- Land, Volker:** Das neue deutsche Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – Anmerkungen zum Regierungsentwurf, in: Der Betrieb (DB), Heft 32, 2001, S. 1707 ff.; zit.: (Land in DB 32/2001).
- Lutter, Marcus:** Organzuständigkeiten im Konzern, in: Festschrift für Walter Stimpel zum 68. Geburtstag, November 1985, S. 825 ff.; zit.: (Lutter in FS Stimpel).

**Lutter**, Marcus: Die Rechte der Gesellschafter beim Abschluß fusionsähnlicher Unternehmensverbindungen, in: Beilage Nr. 21, S. 1 ff., zu Der Betrieb (DB), Heft 46, 1973; zit.: (Lutter in Beilage Nr. 21 zu DB 46/73).

**Lutter**, Marcus / **Wahlers**, Henning W.: Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts, in: Die Aktiengesellschaft, Heft 1, 1989, S. 1 ff.; zit.: (Lutter/Wahlers in AG 1/89).

**Lutter**, Marcus / **Krieger**, Gerd: Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 3. Auflage, Bonn/Düsseldorf 1993; zit.: (Lutter/Krieger).

**Lutter**, Marcus: Anmerkung zum Urteil des BGH vom 23. Juni 1997; BGHZ 136, 133, dem sog. Siemens/Nold – Urteil, in: Juristische Zeitung (JZ), Heft 1, 1998, S. 50 ff.; zit.: (Lutter in JZ 1/98).

**Lutter**, Marcus / **Leinekugel**, Rolf: Kompetenzen von Hauptversammlungen und Gesellschafterversammlungen beim Verkauf von Unternehmensteilen, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP), Heft 6, 1998, S. 225 ff.; zit.: (Lutter/Leinekugel in ZIP 6/98).

**Lutter**, Marcus / **Leinekugel**, Rolf: Der Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung zu grundlegenden Strukturmaßnahmen – zulässige Kompetenzübertragung oder unzulässige Selbstentscheidung?, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP), Heft 19, 1998, S. 805 ff.; zit.: (Lutter/Leinekugel in ZIP 19/98).

**Martens**, Klaus-Peter: Die Entscheidungsautonomie des Vorstandes und die „Basisdemokratie“ in der Aktiengesellschaft, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR), Band 147, 1983, S. 377 ff.; zit.: (Martens in ZHR 147/83).

- Martens, Klaus-Peter:** Der Einfluß von Vorstand und Aufsichtsrat auf Kompetenzen und Struktur der Aktionäre – Unternehmensverantwortung contra Neutralitätspflicht, in: Festschrift für Karl Beusch zum 68. Geburtstag, Oktober 1993, S. 529 ff.; zit.: (Martens in FS Beusch).
- Meyer-Landrut, Joachim:** in: Großkommentar – Kommentar zum Aktiengesetz, Band I, 1. Halbband §§1 - 75 ,3. Auflage, Berlin/New York 1973; zit.: (Meyer-Landrut in Großkomm.).
- Mecke, Thomas:** Konzernstruktur und Aktionärsentscheid, Dissertation in: Studien zu Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht, Hrsg.: Hopt, Klaus; Lieb, Manfred; Westermann, Harm-Peter, Band 22, Baden-Baden 1992; zit.: (Mecke).
- Meier-Schatz, Christian J.:** Managermacht und Marktkontrolle, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR), Band 149, 1985, S. 76 ff.; zit.: (Meier-Schatz in ZHR 149/85).
- Meier-Schatz, Christian J.:** Unternehmenszusammenschlüsse mittels Übernahmeangebot – Ein rechtlicher Problemabriss aus amerikanischer Sicht, in: Wirtschaft und Recht (WuR), Heft 1, 1987, S. 16 ff.; zit.: (Meier-Schatz in WuR 1/87).
- Menichetti, Marco J.:** Verteidigungsstrategien des Managements bei Unternehmensübernahmen in den USA, in Wirtschaftswissenschaftliches Studium (WiSt), Heft 10, 1990, S. 521 ff.; zit.: (Menichetti in WiSt 10/90).
- Mertens, Hans-Joachim:** in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz (KK), Kommentar zum Aktienrecht, Hrsg.: Zöllner, Wolfgang; Band I, §§1 - 147 AktG, 1. Auflage, 1985; zit.: (Mertens in KK, 1.Aufl.).
- Mertens, Hans-Joachim:** Förderung von Schutz vor, Zwang zu Übernahmeangeboten?, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 6, 1990. S. 252 ff.; zit.: (Mertens in AG 6/90).

**Mertens**, Hans-Joachim: in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz (KK), Kommentar zum Aktienrecht, Hrsg.: Zöllner, Wolfgang; Band II, §§76 - 117 AktG, 2. Auflage, 1996; zit.: (Mertens in KK, 2.Aufl.).

**Mestmäcker**, Ernst-Joachim: Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre - eine rechtsvergleichende Untersuchung nach deutschem Aktienrecht und dem Recht der Corporations in den Vereinigten Staaten, Karlsruhe 1958; zit.: (Mestmäcker).

**Michalski**, Lutz: Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote (unfriendly takeovers) nach deutschem Aktienrecht, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 4, 1997, S. 152 ff.; zit.: (Michalski in AG 4/97).

**Miller**, Albert von: Zur Aktienrechtsreform, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR), Band 100, 1934, S. 256 ff.; zit.: (v. Miller in ZHR 100/34).

**Möller**, Andreas / **Pötsch**, Thorsten: Das neue Übernahmerecht – der Regierungsentwurf vom 11. Juli 2001, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP), Heft 29, 2001, S. 1221 ff.; zit.: (Mülbert in ZIP 29/2001).

**Mülbert**, Peter: Shareholder Value aus rechtlicher Sicht, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), Heft 1, 1997, S. 129 ff.; zit.: (Mülbert in ZGR 1/97).

**Mülbert**, Peter: Die Zielgesellschaft im Vorschlag 1997 einer Takeover-Richtlinie – zwei folgenreiche Eingriffe ins deutsche Aktienrecht, in: Internationales Steuerrecht (IStR), Heft 3, 1999, S. 83 ff.; zit.: (Mülbert in IStR 3/99).

**Mülbert**, Peter: Übernahmerecht zwischen Kapitalmarktrecht und Aktien(konzern)recht – die konzeptionelle Schwachstelle des RegE WpÜG, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP), Heft 29, 2001, S. 1221 ff.; zit.: (Mülbert in ZIP 29/2001).

- Neye, Hans-Werner:** Der gemeinsame Standpunkt des Rates zur 13.Richtlinie – ein entscheidender Schritt auf dem Weg zu einem europäischen Übernahmerecht, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 7, 2000, S. 289 ff.; zit.: (Neye in AG 7/2000).
- Niessen, Hermann:** Zur Regelung der öffentlichen Übernahmeangebote durch die Europäische Gemeinschaft, in: Öffentliche Übernahmeangebote, Arbeiten zur Rechtsvergleichung, Schriftenreihe der Gesellschaft für Rechtsvergleichung, Hrsg.: Kreuzer, Karl; Baden-Baden 1991; zit.: (Niessen)
- Oechsler, Jürgen:** Der ReE zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – Regelungsbedarf auf der Zielgeraden!, in: Neue Zeitschrift für das Gesellschaftsrecht (NZG), Heft 18, 2001, S. 817 ff.; zit.: (Oechsler in NZG 18/2001).
- Otto, Hans-Jochen:** Übernahmeversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr, in: Beilage Nr. 12 zu Der Betrieb (DB), Heft 29, 1988, S. 2 ff.; zit.: (Otto in Beilage Nr. 12 zu DB 29/88).
- Peltzer, Martin:** Hostile Takeovers in der Bundesrepublik – Möglichkeiten und Hindernisse, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP), Heft 2, 1989, S. 69 ff.; zit.: (Peltzer in ZIP 2/89).
- Peltzer, Martin:** Corporate Governance aus der Sicht der deutschen Reformdiskussion, in: Max Hachenburg - Gedächtnisvorlesungen der Ruprecht – Karls – Universität Heidelberg, 3. Gedächtnisvorlesung 1998, Hrsg.: Hommelhoff, Peter; Rowedder, Heinz; Ulmer, Peter; Heidelberger Forum Band 109, Heidelberg 1999, S. 9 ff.; zit.: (Hopt in Hachenburg).
- Pielorz, Martin:** Die Pflicht des Aufsichtsrats zum Einschreiten bei Verdacht existenzgefährdender Geschäftspraktiken des Vorstands (Balsam – AG), in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP), Heft 1, 2000, S. 20 ff.; zit.: (Pielorz in ZIP 1/2000).
- Pietzke, Rudolf:** Das zwingende Übernahmeangebot bei Erwerb einer Kontrollmehrheit, in: Festschrift für Wolfgang Fikentscher zum 70.Geburtstag, Mai 1998, S. 601 ff.; zit.: (Pietzke in FS Fikentscher).

- Rechenberg**, Wolf-Georg Freiherr von: Die Hauptversammlung als oberstes Organ der Aktiengesellschaft, Dissertation in: Abhandlungen zum Arbeits- und Wirtschaftsrecht, Hrsg.: Bötticher, Eduard; Hefermehl, Wolfgang; Huber, Ulrich; Löwisch, Manfred; u.a., Band 48, Heidelberg 1986; zit.: (v. Rechenberg).
- Rechenberg**, Wolf-Georg Freiherr von: Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats für die Unternehmensplanung, in: Betriebs-Berater (BB), Heft 20, 1990, S. 1356 ff.; zit.: (v. Rechenberg in BB 20/90).
- Rechenberg**, Wolf-Georg Freiherr von: Holzmüller – Auslaufmodell oder Grundpfeiler der Kompetenzverteilung in der AG?, in: Festschrift für Gerold Bezenberger zum 70. Geburtstag, März 2000, S. 359 ff.; zit.: (v. Rechenberg in FS Bezenberger).
- Rehbinder**, Eckard: Zum konzernrechtlichen Schutz der Aktionäre einer Obergesellschaft. Besprechung der Entscheidung BGHZ 83, 122 „Holzmüller“, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), Heft 1, 1983, S. 98 ff.; zit.: (Rehbinder in ZGR 1/83).
- Renaud**, Achilles: Das Recht der Actiengesellschaften, Leipzig 1863; zit.: (Renaud).
- Riehmer**, Klaus / **Schröder**, Oliver: Der Entwurf des Übernahmegesetzes im Lichte von Vodafone/Mannesmann, in: Neue Zeitschrift für das Gesellschaftsrecht (NZG), Heft 16, 2000, S. 820 ff.; zit.: (Riehmer/Schröder in NZG 16/2000).
- Roos**, Michael: Der neue Vorschlag für eine EG-Übernahme-Richtlinie, in: Wertpapiermitteilungen (WM), Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Heft 48, 1996, S. 2177 ff.; zit.: (Roos in WM 48/96).
- Salje**, Peter: Feindliche Übernahmen – Gegenstrategien und Regulierung im zukünftigen europäischen Binnenmarkt, in: Juristische Arbeitsblätter (JA), Heft 11, 1990, S. 321 ff.; zit.: (Salje in JA 11/90).

- Schander**, Albert Axel: Abwehrstrategien gegen feindliche Übernahmen und ihre Zulässigkeit im Lichte der Aktienrechtsreform, in: Betriebs-Berater (BB), Heft 36, 1997, S. 1801 ff.; zit.: (Schander in BB 36/97).
- Schanz**, Kay-Michael: Feindliche Übernahmen und Strategien der Verteidigung, in: Neue Zeitschrift für das Gesellschaftsrecht (NZG), Heft 7, 2000, S. 337 ff.; zit.: (Schanz in NZG 7/2000).
- Scheffler**, Eberhard: Der Aufsichtsrat – nützlich oder überflüssig?, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), Heft 1, 1993, S. 63 ff.; zit.: (Scheffler in ZGR 1/93).
- Schiessl**, Maximilian: Ist das deutsche Aktienrecht kapitalmarkttauglich?, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 10, 1999, S. 442 ff.; zit.: (Schiessl in AG 10/99).
- Schilling**, Wolfgang: Die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats, Besprechung der gleichnamigen Schrift von Johannes Semler, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 12, 1981, S. 341 ff.; zit.: (Schilling in AG 12/81).
- Schilling**, Wolf Ulrich: Takeover, Treuepflicht & Shareholder Value, in: Betriebs-Berater (BB), Heft 38, 1997, S. 1909 ff.; zit.: (Schilling in BB 38/97).
- Schlegelberger**, Franz / **Quassowski**, Leo: Kommentar zum Aktiengesetz vom 30. Januar 1937, 2. unveränderte Auflage, Berlin 1937; zit.: (Schlegelberger/Quassowski).
- Schmidt**, Karsten: Wider eine lex Holz Müller, in: Festschrift für Theodor Heinsius zum 65. Geburtstag, September 1991, S. 717 ff.; zit.: (Schmidt in FS Heinsius).
- Schmidt**, Karsten: Gesellschaftsrecht, 3. Auflage, Köln 1997; zit.: (Schmidt).
- Schmidt**, W.: in: Großkommentar – Kommentar zum Aktiengesetz, Berlin 1939; zit.: (Schmidt in Großkomm.).

- Schneider**, Uwe H.: Die Zielgesellschaft nach Abgabe eines Übernahme- oder Pflichtangebots, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 3, 2002, S. 125 ff.; zit.: (Schneider in AG 3/2002).
- Schreyögg**, Georg: Der Aufsichtsrat als Steuerungsinstrument des Vorstandes – die Verwaltung der Aktiengesellschaft im Lichte der neueren Managementlehre, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 10, 1983, S. 278 ff.; zit.: (Schreyögg in AG 10/83).
- Schumann**, Alexander: Bezugsrecht und Bezugsrechausschluss bei Kapitalbeschaffungsmaßnahmen von Aktiengesellschaften, Dissertation in: Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht, Hrsg.: Hopt, Klaus J.; Lieb, Manfred; Westermann, Harm Peter; Band 74, Tübingen 2001; zit.: (Schumann).
- Schwennicke**, Andreas: in: Geibel/Süßmann, Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), Hrsg.: Geibel, Stephan; Süßmann, Rainer; Januar 2002; zit.: (Schwennicke in Geibel/Süßmann).
- Semler**, Johannes: Die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats, Dissertation in: Abhandlungen zum deutschen und europäischen Handels- und Wirtschaftsrecht, Hrsg.: Hueck, Götz; Lutter, Marcus; Zöllner, Wolfgang, Band 31, Köln 1980; zit.: (Semler).
- Semler**, Johannes: Einschränkung der Verwaltungsbefugnisse in einer Aktiengesellschaft, in: Betriebs-Berater (BB), Heft 25, 1983, S. 1566; zit.: (Semler in BB 25/83).
- Semler**, Johannes: in: Münchner Kommentar zum Aktienrecht, Band 1, §§1 - 53, 2. Auflage, München 2000; zit.: (Semler in MüKomm. z. AktG).
- Seydel**, Eberhard: „Konzernbildungskontrolle bei der Aktiengesellschaft“, Dissertation, Baden-Baden 1995; zit.: (Seydel).

- Sieger**, Jürgen J. / **Hasselbach**, Kai: Die Holzmüllerentscheidung im Unterordnungskonzern – ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen in einer beherrschten AG, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 6, 1999, S. 241 ff.; zit.: (Sieger/Hasselbach in AG 6/99).
- Stoll**, Jutta: Rechtliche Aspekte von feindlichen Übernahmen von Aktiengesellschaften, in: Betriebs-Berater (BB), Heft 5, 1989, S. 301 ff.; zit.: (Stoll in BB 5/89).
- Sünner**, Eckart: Aktionärsschutz und Aktienrecht – Anmerkungen zur Seehafenbetriebe – Entscheidung BGH, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 7, 1983, S. 169 ff.; zit.: (Sünner in AG 7/83).
- Sünner**, Eckart: Take-overs made in USA, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 9, 1987, S. 276 ff.; zit.: (Sünner in AG 9/87).
- Sünner**, Eckart: Zur Abwehr feindlicher Unternehmensübernahmen in Deutschland, in: Festschrift für Karlheinz Quack zum 65. Geburtstag, 1991, S. 457 ff.; zit.: (Sünner in FS Quack).
- Theisen**, Manuel R.: Die Überwachungsberichterstattung des Aufsichtsrats – theoretische Forderung und praktische Übung, in: Betriebs-Berater (BB), Heft 11, 1988, S. 705 ff.; (zit.: Theisen in BB 11/88).
- Thümmel**, Roderich C.: Zu den Pflichten des Aufsichtsrats bei der Verfolgung von Haftungsansprüchen gegenüber dem Vorstand der AG, in: Der Betrieb (DB), Heft 22, 1997, S. 1117 ff.; zit.: (Thümmel in DB 22/97).
- Thümmel**, Roderich C.: Persönliche Haftung von Managern und Aufsichtsräten, Haftungsrisiken bei Managementfehlern, Risikobegrenzung und D & O Versicherung, 2., neu bearbeitete Auflage, Stuttgart, München, Hannover 1998; zit.: (Thümmel).

- Thümmel**, Roderich C.: Haftungsrisiken von Vorständen und Aufsichtsräten bei der Abwehr von Übernahmeversuchen, in: Der Betrieb (DB), Heft 9, 2000, S. 461 ff.; zit.: (Thümmel in DB 9/2000).
- Timm**, Wolfram: Die Aktiengesellschaft als Konzernspitze – Die Zuständigkeitsordnung bei der Konzernbildung und Konzernumbildung, Dissertation in Abhandlungen zum deutschen und europäischen Handels- und Wirtschaftsrecht, Hrsg.: Hueck, Götz; Lutter, Marcus; Zöllner, Wolfgang; Band 30, Köln 1980, zit.: (Timm).
- Timm**, Wolfram: Hauptversammlungskompetenzen und Aktionärsrechte in der Konzernspitze, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 7, 1980, S. 172 ff.; zit.: (Timm in AG 7/80).
- Ulmer**, Peter: Ungeschriebene Mitwirkungsbefugnisse der Hauptversammlung?, eine Buchbesprechung in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 1, 1975, S. 15 ff.; zit.: (Ulmer in AG 1/75).
- Veit Simon**, Hermann: Recht und Pflicht des Aufsichtsrats und Vorstandes von Aktiengesellschaften zur Einberufung einer Generalversammlung, in: Deutsche Juristen – Zeitung (DJZ), Heft 16, 1904, S. 778 ff.; zit.: (Veit Simon in DJZ 16/04).
- Vetter**, Eberhard: Aktienrechtliche Probleme der D&O – Versicherung, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 10, 2000, S. 453 ff.; zit.: (Vetter in AG 10/2000).
- Vollmer**, Lothar: Die Mitwirkungsrechte der Aktionäre beim Abschluß fusionsähnlicher Unternehmensverbindungen, in: Beilage Nr. 4, S. 1 ff. zu Betriebsberater (BB), Heft 28, 1977; zit.: (Vollmer in Beilage Nr. 4 zu BB 28/77).
- Wackerbarth**, Ulrich: Von golden shares und poison pills: Waffengleichheit bei internationalen Übernahmeangeboten, in: Wertpapiermitteilungen (WM), Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Heft 37, 2001, S. 1741 ff.; zit.: (Wackerbarth in WM 37/2001).

**Wank**, Rolf: Richterliche Rechtsfortbildung und Verfassungsrecht, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), Heft 3, 1988, S. 314 ff.; zit.: (Wank in ZGR 3/88).

**Weisgerber**, Thomas: Der Übernahmekodex in der Praxis, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR), Band 161, 1997, S. 421 ff.; zit.: (Weisgerber in ZHR 161/97).

**Weißhaupt**, Frank: Der eigentliche Holzmüller-Beschluß, in: Neue Zeitschrift für das Gesellschaftsrecht (NZG), Heft 17, 1999, S. 804 ff.; zit.: (Weißhaupt in NZG 17/99).

**Werner**, Winfried: Zuständigkeitsverlagerungen in der Aktiengesellschaft durch Richterrecht – Besprechung der Entscheidung BGHZ 83, S. 122 ff., in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR), Band 147, 1983, S. 429 ff.; zit.: (Werner in ZHR 147/83).

**Werner**, Winfried: Probleme feindlicher Übernahmeangebote im Aktienrecht, in: Schriftenreihe der Juristischen Gesellschaft zu Berlin, Heft 115; Vortrag, gehalten vor der Juristischen Gesellschaft zu Berlin am 26. April 1989; zit.: (Werner).

**Werner**, Winfried: Ausgewählte Fragen zum Aktienrecht – zum Erscheinen der 2. Auflage des Kölner Kommentars zum AktG, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 1, 1990, S. 1 ff.; zit.: (Werner in AG 1/90).

**Westermann**, Harm Peter: Organzuständigkeit bei Bildung, Erweiterung und Umorganisation des Konzerns, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), Heft 3, 1984, S. 352 ff.; zit.: (Westermann in ZGR 3/84).

**Westermann**, Harm Peter: Grundfragen der Rechtsfortbildung im Aktienkonzernrecht, in: Festschrift für Klemens Pleyer zum 65. Geburtstag, 1986, S. 421 ff.; zit.: (Westermann in FS Pleyer).

- Westermann**, Harm Peter: Anmerkung zu: Die Pflicht des Aufsichtsrats zum Einschreiten bei Verdacht existenzgefährdender Geschäftspraktiken des Vorstands (Balsam – AG), in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP), Heft 1, 2000, S. 25 ff.; zit.: (Westermann in ZIP 1/2000).
- Westermann**, Harm Peter: Die Holzmüller–Doktrin - 19 Jahre danach, in: Festschrift für Hans-Georg Koppensteiner zum 65. Geburtstag, 2001, S. 259 ff.; zit.: (Westermann in FS Koppensteiner).
- Wiedemann**, Herbert: Die Unternehmensgruppe im Privatrecht – Methodische und sachliche Probleme des deutschen Konzernrechts, Tübingen 1988; zit.: (Wiedemann).
- Winter**, Martin / **Harbarth** Stephan: Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP), Heft 1, 2002, S. 1 ff.; zit.: (Winter/Harbarth in ZIP 1/2002).
- Wirth**, Gerhard / **Weiler**, Lothar: Änderung des Übernahmekodex ab 1. Januar 1998: Das erweiterte Pflichtangebot, in: Der Betrieb (DB), Heft 3, 1998, S. 117 ff.; zit.: (Wirth/Weiler in DB 3/98).
- Witt**, Carl-Heinz: Übernahmen von Aktiengesellschaften und Transparenz der Beteiligungsverhältnisse, Dissertation in: Abhandlungen zum deutschen und europäischen Handels- und Wirtschaftsrecht, Hrsg.: Hueck, Götz; Lutter, Marcus; Zöllner, Wolfgang; Band 109, Köln 1996; zit.: (Witt).
- Wolf**, Martin: Konzerneingangsschutz bei Übernahmeangeboten – neuere Entwicklungen zu Verteidigungsmaßnahmen im Spannungsfeld zum EU - Richtlinienvorschlag, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 5, 1998, S. 121 ff.; zit.: (Wolf in AG 5/98).

**Wollburg, Ralph/ Gehling, Christian:** Umgestaltung des Konzerns – Wer entscheidet über die Veräußerung von Beteiligungen einer Aktiengesellschaft?, in: Festschrift für Ottfried Lieberknecht zum 70. Geburtstag, 1997, S. 133 ff.; zit.: (Wollburg/Gehling in FS Lieberknecht).

**Würdinger, Hans:** Aktien- und Konzernrecht, 4. Auflage, Karlsruhe 1981; zit.: (Würdinger).

**Wymeersch, Eddy:** Unternehmensführung in Westeuropa, in: Die Aktiengesellschaft (AG), Heft 7, 1995, S. 299 ff.; zit.: (Wymeersch in AG 7/95).

**Zehetmeier-Müller, Ruth:** in: Geibel/Süßmann, Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), Hrsg.: Geibel, Stephan; Süßmann, Rainer; Januar 2002; zit.: (Zehetmeier-Müller in Geibel/Süßmann).

**Zschocke, Christian:** Europapolitische Mission: Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, in: Der Betrieb (DB), Heft 2, 2002, S. 79 ff.; zit.: (Zschocke in DB 32/2001).