

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 378

**Die Zustimmungsvorbehalte
des Aufsichtsrats
bei der Unternehmenstransaktion**

Von

Felix Spehl



Duncker & Humblot · Berlin

FELIX SPEHL

Die Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats
bei der Unternehmenstransaktion

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 378

Die Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats bei der Unternehmenstransaktion

Von

Felix Spehl



Duncker & Humblot · Berlin

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

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2026 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimpär
Druck: Prime Rate Zrt., Budapest, Ungarn

ISSN 0582-026X
ISBN 978-3-428-19721-7 (Print)
ISBN 978-3-428-59721-5 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

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

Inhaltsübersicht

A. Einleitung	27
I. Ziele und Fragen der Untersuchung	29
II. Wissenschaftlicher Erörterungsbedarf	30
III. Begriffe	33
B. Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats	35
I. Inhalt und Umfang der Zustimmungsvorbehalte	36
II. Kritische Betrachtung	87
III. Rechtslage GmbH und Zustimmungsvorbehalte	97
IV. Ergebnisse des Kapitels B.	116
C. Zustimmungsvorbehalte der Unternehmenstransaktion	119
I. Vorüberlegungen – Identifizierung zustimmungsrelevanter Vorgänge	119
II. Verkaufs-/Kaufversuch bzw. Transaktionskosten	137
III. Abschluss eines Letters of Intent im Zwei-Verhandlungspartner-Verfahren	152
IV. Entscheidung zur Zulassung einer Due Diligence (Verkäufer)	156
V. Kaufvertrag: Erwerb des Zielunternehmens	170
VI. Kaufvertrag: Veräußerung des Zielunternehmens	217
VII. Akquisitionsfinanzierung des Käufers	233
VIII. Abschluss einer W&I-Versicherung	238
IX. Besonderheiten beim GmbH-Aufsichtsrat	241
X. Ergebnisse des Kapitels C.	241
D. Rechtsvergleich mit dem Recht von England und Wales	244
I. Das Board of Directors der Company	245
II. Beteiligung des Boards of Directors in Unternehmenstransaktionen	268
III. Besonderheiten bei den Private Companies	281
IV. Vergleich und Erkenntnisse	288
V. Ergebnisse des Kapitels D.	318
E. Schluss	320
I. Kapitel B. – Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats gem. § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG	320
II. Kapitel C. – Zustimmungsvorbehalte der Unternehmenstransaktion	322
III. Kapitel D. – Rechtsvergleich mit dem Recht von England und Wales	324

Literaturverzeichnis	325
Stichwortverzeichnis	351

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	27
I. Ziele und Fragen der Untersuchung	29
1. Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats	29
2. Zustimmungsvorbehalte der Unternehmenstransaktion	29
3. Rechtsvergleich mit dem Recht von England und Wales	30
II. Wissenschaftlicher Erörterungsbedarf	30
1. Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats	30
2. Zustimmungsvorbehalte der Unternehmenstransaktion	31
3. Rechtsvergleich mit dem Recht von England und Wales	32
III. Begriffe	33
B. Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats	35
I. Inhalt und Umfang der Zustimmungsvorbehalte	36
1. Tatbestandsmerkmale des § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG	36
a) Maßnahmen der Geschäftsführung (Geschäfte)	37
aa) Geschäfte unterhalb der Vorstandsebene	37
bb) Unterlassen vs. Versuch/Vorhaben	38
b) Adressat des Zustimmungsvorbehalts	40
c) Bestimmte Arten: Bestimmtheitserfordernis	40
2. Untermaßverbot für Geschäfte von grundlegender Bedeutung	41
a) Herleitung eines Untermaßverbots	41
aa) Generelle Pflicht	42
bb) Keine generelle Pflicht	42
cc) Stellungnahme	43
(1) Gestuftes Verständnis	43
(2) Beurteilungsspielraum für den Anwendungsbereich	44
b) Untermaßverbot für Geschäfte von grundlegender Bedeutung	45
aa) „Existenzielle Bedeutung“	46
(1) Restriktive Reichweite des Untermaßverbots	47
(2) Extensive Reichweite des Untermaßverbots	47
(3) Stellungnahme	48
bb) Grundlegende Veränderung der wirtschaftlichen Lage/Risikoexposition	49
(1) Wirtschaftliche Lage des Unternehmens	49

(a) Vermögenslage	49
(b) Finanzlage	50
(c) Ertragslage	50
(2) Risikoexposition	51
(a) Risikobegriff	51
(b) Exkurs: Bedeutung von Reputationsschäden für den Aufsichtsrat	52
(c) Bewertung von Risiko: Beurteilungsmaßstab	53
(3) Grundlegende Veränderung und risikobasierte Wertgrenzen	54
(a) Quantitative Anknüpfungswerte	54
(b) Berechnung des konkreten Geschäftswerts: risikobasierter Ansatz	56
(c) Berechnung durch den Vorstand	58
cc) Geschäfte von grundlegender Bedeutung kraft Natur der Sache	59
(1) Herleitung kraft Natur der Sache	59
(2) Prägende Strategemaßnahmen	59
(3) Rechtswidrige oder offensichtlich unvertretbare Maßnahmen ...	60
(4) Kein Art.-7-MAR-Ansatz	61
dd) Zwischenergebnis	61
3. Kein Übermaßverbot für Geschäfte von erheblicher Bedeutung	62
a) Herleitung eines Übermaßverbots	62
b) Übermaßverbot vs. Geschäfte von erheblicher Bedeutung	62
aa) Geschäfte im Rahmen einer Vorstandsentscheidungspflicht	63
bb) Außergewöhnliche Geschäfte	63
cc) Geschäfte von erheblicher Bedeutung	63
dd) Modifizierung der Formel der TransPuG-Begründung	64
ee) Stellungnahme	64
(1) Bedeutung als einzige Grenze	65
(2) Modifizierte Gesetzesformel als Ausdruck der Bedeutungsbestimmung	66
(3) Zwischenergebnis	67
c) Orientierungshilfe für Geschäfte mit erheblicher Bedeutung	67
aa) Gewöhnlichkeit der Art des Geschäfts: Teil des Tagesgeschäfts	67
bb) Ergänzung durch § 116 Abs. 2 HGB	68
cc) Keine Arbeitnehmerbelange	68
d) Beurteilungsspielraum im Tatbestand und Ermessen in der Rechtsfolge	69
aa) Beurteilungsspielraum für Geschäfte von erheblicher Bedeutung	69
bb) Rechtsfolge: Ermessen	70
e) Zwischenergebnis	71
4. Abgestufte Überwachungspflicht: dynamische Bedeutungsschwellen	71

5. Fehlende Begründung: unternehmerische Entscheidung	72
a) Unternehmerische Entscheidung	73
b) Keine unternehmerische Entscheidung	73
c) Stellungnahme	73
6. Zulässigkeit von verhaltenssteuernden Merkmalen	74
a) Vereinbarkeit mit dem Bestimmtheitserfordernis	76
b) Vereinbarkeit mit dem Geschäftsführungsverbot	76
c) Vorteile von risikoreduzierenden verhaltenssteuernden Merkmalen	78
7. Die Zustimmungsentscheidung	78
a) Der Maßstab und die Intensität für die Zustimmungsentscheidung	79
b) Die Zustimmungsentscheidung als unternehmerische Entscheidung	80
c) Der Zeitpunkt der Zustimmungsentscheidung	82
aa) Ausnahme: Genehmigung statt Einwilligung bei Dringlichkeit	82
bb) Ausnahme: Genehmigung statt Einwilligung bei fehlender Vertraulichkeit	82
d) Die verweigerte Zustimmungsentscheidung und Ersetzung	83
e) Zustimmungsentscheidung durch einen Ausschuss	84
8. Rechtslage Unternehmensverbund und Zustimmungsvorbehalte	84
a) Von der Geschäftsführung des herrsch. U. veranlasste Maßnahmen	85
b) Von der Geschäftsführung der abhängigen G. veranlasste Maßnahmen ..	86
II. Kritische Betrachtung	87
1. Bedürfnis nach Überwachung aus rechtsökonomischer Sicht	87
a) Modigliani-Miller-Theorem 1958 (Reverse MM Theorem)	88
b) Jensen/Meckling: Principal Agency Problem 1976	89
c) Ergänzung durch Goshen/Squire: Principal Cost Theory 2017	91
d) Die optimale Corporate Governance im konkreten Fall	92
2. Bedürfnis nach den Zustimmungsvorbehalten	93
a) KGaA-Aufsichtsrat ohne Zustimmungsvorbehalte	94
aa) Die KGaA und ihre zentralen Vorteile	94
bb) Der KGaA-Aufsichtsrat	95
cc) Verlagerung der objektiv-teleolog. Kriterien der Zustimmungsvorbehalte	95
b) Nutzen der Zustimmungsvorbehalte im konkreten Fall	96
III. Rechtslage GmbH und Zustimmungsvorbehalte	97
1. Die flexible Corporate Governance der GmbH	98
a) Monistische Struktur im Vergleich zur AG	98
b) Grundsatz der Satzungsfreiheit: Vielfalt an Gestaltungen	99
c) Aktive statt passive Gesellschafter	100
2. Der obligatorische Aufsichtsrat der GmbH	101
a) Partielle Angleichung an die AG-Struktur	101

aa) DrittelbG	101
bb) MitbestG	102
cc) Vergleichbarer Überwachungsintensität und -maßstab	102
b) Unterschiede zwischen der mitbestimmten GmbH und AG	103
aa) Fehlende Verweisungen	103
bb) Unterschiede durch die fortbestehende monistische Struktur	104
(1) Verhältnis GmbH-Recht und Mitbestimmungsrecht	104
(2) Fortbestehen des Weisungsrechts	105
(3) Keine Verdrängung der Überwachung	105
(4) Der Geschäftsführer	106
c) Folgen für die Zustimmungsvorbehalte des obligatorischen Aufsichtsrats	107
aa) Vorrang und Ersetzung der Weisung der Gesellschafterversammlung	107
(1) Kein Bedarf einer Wiederholung der Weisung	107
(2) Bedarf einer Dreiviertelmehrheit	108
(3) Anwendung auf die Zustimmungsvorbehalte der Gesellschafter-	
versammlung	109
bb) Verschiebung des Übermaßverbots	109
cc) Gleiches Untermaßverbot	110
d) Die Corporate Governance der GmbH mit mitbestimmtem Aufsichtsrat	110
3. Der fakultative Aufsichtsrat der GmbH	112
a) Verweisung § 52 GmbHG	112
b) Flexible Abweichung durch den Gesellschaftsvertrag	113
c) Mindestgrenzen des fakultativen Aufsichtsrats	113
d) Gestaltungsfreiheit beim Untermaß- und Übermaßverbot	115
e) Die Corporate Governance der GmbH mit fakultativem Aufsichtsrat	115
IV. Ergebnisse des Kapitels B.	116
C. Zustimmungsvorbehalte der Unternehmenstransaktion	119
I. Vorüberlegungen – Identifizierung zustimmungsrelevanter Vorgänge	119
1. Die Unternehmenstransaktion	119
a) Das Auktionsverfahren	120
aa) Interner Teil aus der Verkäuferperspektive	120
(1) Intern: Grundsatzentscheidung über den Verkauf	120
(2) Teambildung und externe Berater	121
(3) Screening und Sammeln von Informationen	121
(4) Unternehmensbewertung	123
bb) Externer Teil: Zusammenwirken von Verkäufer und Käufer	123
(1) Teaser und Vertraulichkeitsvereinbarung	123
(2) Process Letter I und Non-Binding Offer	124
(3) Kaufinteressent: Entscheidung zur Teilnahme am Auktionsver-	
fahren	124

(4) Frühzeitige Sonderfragen aus Käufersicht	124
(5) Erste Auswahlrunde Erwerber und Process Letter II	125
(6) Due Diligence der Bieter	125
(7) Confirmatory Offer und Process Letter III	125
(8) Vertragsverhandlungen	126
(9) Akquisitionsfinanzierung und W&I-Versicherung	126
(10) Signing, Closing und Post-M&A-Integration	127
b) Zwei-Verhandlungspartner-Verfahren: der Letter of Intent	127
c) Identifizierung von relevanten Vorgängen	128
aa) Interne Vorgänge	129
bb) Externe Vorgänge	130
2. Rechtspraxis: Zustimmungsvorbehalte für die Unternehmenstransaktionen	130
a) Konkrete Beispiele	131
aa) Siemens AG	131
(1) § 4 Abs. 3 lit. b) Geschäftsordnung von Oktober 2018	131
(2) Analyse	132
bb) Deutsche Telekom AG	132
(1) Satzung und Geschäftsordnung der Deutschen Telekom AG	132
(2) Analyse	133
cc) Evonik Industries AG	133
(1) § 10 Abs. 1 lit. f) Geschäftsordnung des Aufsichtsrats vom Januar 2024	133
(2) Analyse	133
dd) Heidelberger Druckmaschinen AG	134
(1) § 8 Abs. 1 lit. a) Geschäftsordnung vom Juli 2023	134
(2) Analyse	134
ee) RWE AG	134
(1) § 8 Abs. 1 lit. b) Geschäftsordnung vom Dezember 2021	134
(2) Analyse	135
ff) Würdigung	135
b) M&A-Aktivitäten deutscher internationaler Großunternehmen	135
II. Verkaufs-/Kaufversuch bzw. Transaktionskosten	137
1. Vorüberlegung	137
2. Risikoanalyse	138
a) Pflicht zur redlichen Verhandlungsführung (culpa in contrahendo)	138
aa) Verkäufer	138
bb) Bieter/Kaufinteressent	139
b) Risiko hinsichtlich unfreiwilliger Veröffentlichung	141
c) Kein relevantes strategisches Risiko	142
d) Vergebliche Aufwendungen – Transaktionskosten	143

aa) Eigene Transaktionskosten (besonders durch externe Berater)	143
bb) Freistellung fremder Kosten: Cost Cover	145
e) Break-up-Fee-Vereinbarungen	145
aa) Rechtsnatur	146
bb) Folge der Break-up Fee	147
3. Leitlinien für die Zustimmungsvorbehalte	148
a) Kein Geschäft von grundlegender Bedeutung	148
b) Kein Geschäft von erheblicher Bedeutung	148
c) Transaktionskosten bei entsprechender Wertgrenze	149
d) Unzulässigkeit einer präjudizierenden Break-up Fee durch den Vorstand	150
III. Abschluss eines Letters of Intent im Zwei-Verhandlungspartner-Verfahren	152
1. Vorüberlegung	152
2. Risikoanalyse	153
a) Optionseinräumung	153
b) Vorvertrag	154
3. Leitlinien für die Zustimmungsvorbehalte	155
IV. Entscheidung zur Zulassung einer Due Diligence (Verkäufer)	156
1. Vorüberlegung	157
a) Funktionen der Due Diligence	157
aa) Identifikation von Risiko und Unternehmensbewertung	157
bb) Transaktionsstruktur	158
cc) Clean Deal	158
dd) Fair Disclosure	159
b) Untersuchungsbereiche der Due Diligence	159
c) Informationsinstrumente der Due Diligence	159
2. Risikoanalyse	160
a) Vulnerable Situation des Verkäufers durch die Due Diligence	160
aa) Missbrauch von internen Informationen	160
bb) Abwerbung von wichtigen Mitarbeitern	161
b) Verstoß gegen rechtliche Grenzen der Due Diligence	162
aa) Grenzen aus Vertraulichkeitsvereinbarungen mit Dritten	162
bb) Datenschutzrechtliche Grenzen	163
cc) Wettbewerbsrechtliche Grenzen	164
dd) Würdigung	166
3. Leitlinien für die Zustimmungsvorbehalte	166
a) Kein Geschäft von grundlegender Bedeutung	166
b) Grundsätzlich kein Geschäft von erheblicher Bedeutung	167
aa) Kein Geschäft von erheblicher Bedeutung mit fachkundiger Begleitung	167
bb) Ausnahme: fehlende fachkundige Begleitung	168

cc) Formulierungsempfehlung	169
V. Kaufvertrag: Erwerb des Zielunternehmens	170
1. Vorüberlegung	170
2. Risikoanalyse	172
a) Risiko Kaufpreisbewertung	172
aa) Risikoreduzierung: Fairness Opinion	173
bb) Risikoreduzierung: Earn-out-Klausel	173
cc) Würdigung	174
b) Risiko Verlust des Kaufpreises und weiterer Investments	174
c) Risiko Bonität des Verkäufers	175
aa) Relevante Anspruchsfallgruppen	176
(1) Nachträgliche Herabsetzung des Kaufpreises	176
(2) Gewährleistung und Garantien	176
(3) Freistellungsansprüche	177
bb) Risikoreduzierung	177
(1) Sicherung über den Vertrag: Material Adverse Change Clause (MAC)	178
(2) Sicherung über den Einbezug Dritter	179
(3) Sicherung über den Kaufpreis: Treuhandkonten/Streckung in Raten	179
cc) Würdigung	180
d) Risiko Haftung über den Kaufpreis aufgrund Unternehmensverbund	180
aa) Trennung der Haftung	180
bb) Haftung als Ausnahmefall	181
cc) Aktiengesellschaft als abhängige Gesellschaft	182
(1) Bedeutung der Haftung im Vertragskonzern, §§ 291 ff. AktG ...	182
(2) Haftungsquellen im „faktischen Konzern“	183
dd) GmbH als abhängige Gesellschaft	185
(1) Vertragskonzern	185
(2) Treuepflicht als Schranken im faktischen GmbH-Konzern	186
(3) Existenzvernichtungshaftung, § 826 BGB	186
ee) Würdigung	187
e) Risiko Haftung über den Kaufpreis aufgrund OWiG/Reputationsschäden	188
aa) Verletzung der Aufsichtspflicht, §§ 30, 130 OWiG	188
(1) Streit: herrschende Gesellschaft als Inhaberin des Unternehmens	189
(a) Keine Anwendung: trennende Betrachtung	189
(b) (Teilweise) Anwendung: tatsächliche Betrachtung	190
(c) Stellungnahme	191
(d) Relevanz für den Aufsichtsrat der herrschenden Gesellschaft	191
(2) Buße	192

bb) Reputationsschaden als Haftung über den Kaufpreis	193
cc) Würdigung	193
(1) Abgeschlossener Verstoß	193
(2) Fortsetzung des Verstoßes und eigener Einflussnahme	193
f) Risiko Haftung über den Kaufpreis aufgrund des Kartellrechts	194
aa) Das erworbene Kartell	195
(1) Kartellverbot	195
(2) Kartellrechtlicher Unternehmensbegriff: wirtschaftliche Einheit	196
(3) Bußgeld aufgrund Kartellverstoß	197
(a) Bußgeld gegen die „lenkende Muttergesellschaft“	198
(b) Asset Deal und lenkende Muttergesellschaft	198
(c) Höhe des Bußgeldes	199
(4) Kartellschadenersatz aufgrund Kartellverstoß	199
(5) Würdigung: das erworbene Kartell	200
bb) Weitere kartellrechtliche Risiken im M&A-Kontext	201
(1) Verletzung des Kartellverbots im Rahmen der Transaktion	201
(2) Unternehmensumstrukturierung/Gemeinschaftsunternehmen	202
(3) Verletzung der Fusionskontrolle	203
cc) Würdigung	204
g) Risiken Unternehmensstrategie	205
h) Risiken der Integration des Zielunternehmens	207
i) Besonderheiten beim Asset Deal	208
aa) Besondere Risiken und Vorzüge des Asset Deals	208
bb) Grundsätzliche Vergleichbarkeit trotz Unterschieden	209
3. Leitlinien für die Zustimmungsvorbehalte	209
a) Wirtschaftliche Aufweichung der „Haftungsbeschränkung“	209
b) Nicht immer ein Geschäft von grundlegender Bedeutung	210
aa) Pflicht zur Zustimmungsvorbehaltsbegründung	210
bb) Stellungnahme: nicht immer Geschäft von grundlegender Bedeutung	211
cc) Rückausnahme: Unternehmenskrise	211
c) Immer Geschäft von erheblicher Bedeutung	212
d) Wertgrenze: Tauglichkeit des risikobasierten Ansatzes	213
e) Zustimmungsentscheidung über den Erwerb	214
aa) Vorbereitung der Entscheidung	214
bb) Verweigerte Zustimmung	216
cc) Zeitpunkt der Zustimmungsentscheidung	217
f) Formulierungsempfehlung	217
VI. Kaufvertrag: Veräußerung des Zielunternehmens	217
1. Vorüberlegung	217
2. Risikoanalyse	218

a) Kaufpreisrisiken	218
aa) Risikoreduzierung: professionelles Auktionsverfahren	219
bb) Risikoreduzierung: Fairness Opinion und Earn-out-Klauseln	219
b) Zahlungs- und Bonitätsrisiko des Käufers	220
c) Haftungsrisiko	220
aa) Vertragliches Haftungsregime	220
bb) Außervertragliches Haftungsregime	221
(1) Vorsätzliche Falschinformation	221
(2) Vorsätzlich unterlassene Aufklärung	223
(3) Risikoerhöhung durch Wissenszurechnung	224
(a) Wissensvertreter	224
(b) Typischerweise aktenmäßig festgehaltenes Wissen	225
(c) M&A-Problem und Lösungsansätze	225
(4) Rechtsfolgen: Schadenersatz/Rückabwicklung	226
cc) Würdigung	227
d) Risiken bzgl. der Unternehmensstrategie	228
e) Besonderheiten beim Asset Deal (Verkäuferperspektive)	228
3. Leitlinien der Zustimmungsvorbehalte	229
a) Nicht immer Geschäft von grundlegender Bedeutung	229
b) Immer Geschäft von erheblicher Bedeutung	230
c) Zustimmungsentscheidung	231
d) Gemeinsame Formulierungsempfehlung für den Kauf und Verkauf	231
VII. Akquisitionsfinanzierung des Käufers	233
1. Vorüberlegung	233
a) Arten der Fremdfinanzierung	234
b) Akquisitionsfinanzierung Corporate-Transaktion	234
2. Risikoanalyse	235
a) Überschuldung	235
b) Verwertung der Sicherheiten	236
3. Leitlinien für die Zustimmungsvorbehalte	236
a) Gleichbehandlung der Fremdfinanzierungsvorhaben	236
b) Getrennte Behandlung	237
c) Zustimmungsentscheidung oder -versagung	237
VIII. Abschluss einer W&I-Versicherung	238
1. Vorüberlegung	238
a) Käuferpolice	238
b) Verkäuferpolice	239
2. Risikoanalyse	240
3. Leitlinien für die Zustimmungsvorbehalte	240
IX. Besonderheiten beim GmbH-Aufsichtsrat	241

X.	Ergebnisse des Kapitels C.	241
D.	Rechtsvergleich mit dem Recht von England und Wales	244
I.	Das Board of Directors der Company	245
1.	Einführung und Überblick über die Company und ihre Corporate Governance	245
a)	Arten der Company	245
b)	Überblick über die Geschichte der Corporate Governance	247
aa)	Der Cadbury Code: Beginn der modernen Corporate Governance ...	247
bb)	Der Weg zum Combined Code 1998	249
cc)	Der weitere Verlauf der Corporate-Governance-Debatte	250
2.	Struktur und Bedeutung des Boards of Directors	250
a)	Die Akteure der Company und die Rolle des Boards of Directors	251
aa)	Gesellschafter/Anteilseigner (Members/Shareholder)	251
(1)	Einordnung der Gesellschafter zu ihrer Public Company	251
(2)	Geschäftsführungsbefugnis der Gesellschafter	252
(3)	Rechte und Einfluss der Gesellschafter der Company	253
bb)	Die Direktoren – das Board of Directors	254
(1)	Verpflichtende Einrichtung und Wahl	254
(2)	Geschäftsführung durch das Board of Directors	254
(3)	Aufgaben des Board of Directors	255
cc)	Die Manager	256
(1)	Geschäftsführung kraft Delegierung	257
(a)	Model Articles	257
(b)	Delegierung als Notwendigkeit	258
(2)	Aufgaben und Prinzipal-Agenten-Verhältnis	258
dd)	Unterscheidung: exekutiver Direktor und nichtexekutiver Direktor ..	258
(1)	Bedeutung von NEDs	259
(2)	Funktion der NEDs	260
(a)	Beratungsfunktion	261
(b)	Überwachungsfunktion („Watchdog“)	261
(c)	Allgemeine Funktion	262
(d)	Vergleichbarkeit mit dem Aufsichtsrat	262
(3)	Funktion von exekutiven Direktoren (Executive Directors)	263
(4)	Board-Struktur unter dem UKCGC 2018	264
(5)	Vergleich der Haftung der NEDs	265
ee)	Keine Arbeitnehmermitbestimmung	265
b)	Umfassende Gestaltungsfreiheit der Corporate Governance	266
aa)	Flexibilität als Ausgangspunkt	266
bb)	Annäherung an das dualistische System	267
(1)	Zulässige Annäherung durch Gestaltungsfreiheit	267

(2) Tatsächliche teilweise Annäherung	267
3. Zwischenergebnis	268
II. Beteiligung des Boards of Directors in Unternehmenstransaktionen	268
1. Grenzen der Delegierung	268
a) Grenzen der Delegierung aus dem Gesetz	269
b) Passende Delegierung im Rahmen der Model Articles	269
c) Delegierung von Befugnis, nicht von Verantwortung	270
d) Flexibilität und Vermeidung zwingender Vorschriften	272
2. Matters reserved for the Board	272
a) UKCGC 2018 und frühere Versionen	273
b) ICSA-/CGI-Praxisleitfaden für „Matters reserved for the Board“	274
aa) ICSA/CGI im Allgemeinen	274
bb) ISCA-Leitfaden für Matters reserved for the Board vom Juli 2013 ...	275
c) Würdigung	276
3. Rechtspraxis: die Matters reserved hinsichtlich der Unternehmenstransaktion	277
a) Konkrete Beispiele	277
aa) Haleon plc: Matters reserved vom Mai 2022	277
(1) Vorschrift F	277
(2) Analyse	278
bb) Vodafone Group plc: Matters reserved vom März 2019	278
(1) Vorschrift „Transactions and Contracts“	278
(2) Analyse	278
cc) Reckitt Benckiser Group plc: Matters reserved vom November 2021	279
(1) Vorschrift F	279
(2) Analyse	279
dd) J Sainsbury plc: Matters reserved vom März 2023	279
(1) Vorschrift 35	279
(2) Analyse	280
b) Würdigung	280
aa) Normalfall: Zustimmungsvorbehalte für Unternehmenstransaktionen	280
bb) Vielfalt der Ausgestaltung von Zustimmungsvorbehalten	280
4. Zwischenergebnis	281
III. Besonderheiten bei den Private Companies	281
1. Umfangreichere Vielfalt von Strukturen	282
a) Fehlender direkter Einfluss des UKCGC	282
b) Andere Gesellschafterstruktur: personelle Überschneidung	283
c) Kleinere bis mittlere Unternehmensgröße: Kosten und Nutzen	284
2. Kaum NEDs im Board der Private Company	284
a) Praxisleitfäden	285
b) Studien zur tatsächlichen Lage	285

c) Angleichung bei größeren Unternehmen	286
d) Zwischenergebnis	287
3. Matters reserved der Private Company bzgl. der Unternehmenstransaktion	287
IV. Vergleich und Erkenntnisse	288
1. Allgemeine Erwägungen	289
a) Public Company vs. AG	289
aa) Gründe für die verschiedenen Ansätze	290
(1) Historisch gewachsene Kulturunterschiede	290
(2) Einfluss des dualistischen oder monistischen Systems auf das Denken	293
(3) Deutsche Arbeitnehmermitbestimmung	294
bb) Allgemeine Erkenntnisse	295
(1) Deutsches Modell als Standard für internationale Großunternehmen	295
(a) Verhältnis von nichtexekutiven zu exekutiven Direktoren	297
(b) Mangelnde Bedeutung der Stimmrechte der exekutiven Direktoren	298
(c) Executive Committees als Notwendigkeit	298
(d) Matters reserved ohne Initiativcharakter	299
(e) Board of Directors als nachgeschaltetes Organ	299
(f) Zwischenergebnis	300
(2) Reduzierung der Satzungsstrenge hinsichtlich der Zuständigkeiten	301
(a) Satzungsautonomie statt Satzungsstrenge	301
(b) Rechtsökonomischer Nachteil des deutschen Rechts	301
(c) Ersparnis von Transaktionskosten auch bei standardisiertem Recht	302
(d) Internationaler Wettbewerb der Gesellschaftsmodelle	302
(e) Zwischenergebnis	303
(3) Zwischenergebnis: Public Company vs. AG	304
b) Private Company vs. GmbH mit Aufsichtsrat	304
aa) Kein angenäherter Dualismus in den restlichen englischen Companies	305
bb) Starker Flexibilitätsverlust durch die Mitbestimmung	305
cc) Kosten und Mitbestimmungsrecht	306
(1) Kostspielige zwingende Doppelstrukturen	306
(2) Ersparnis durch die Mitbestimmung	307
(3) Reformbedarf für die Vereinbarkeit von Kosten und Kooperation	308
(4) Unbefriedigende Praxissituation als Bestätigung des Reformbedarfs	309
dd) Zwischenergebnis	310
c) KGaA- und SE-Einwand	311

aa) Die KGaA	311
bb) Die SE	311
cc) Stellungnahme	313
(1) Unnötige Kosten	313
(2) Fehlende Eignung als Einstiegsgesellschaften	314
(3) Globalisierte Wirtschaft und das Ende des Home Bias	314
2. Spezielle Erwägungen zur Unternehmenstransaktion	316
a) Unternehmenstransaktion: theoretische Unterscheidung	316
b) Unternehmenstransaktion: tatsächliche Betrachtung	316
aa) Gemeinsamkeiten	316
bb) Unterschiede und Anregungen für das deutsche Recht	317
(1) Mitbestimmung und Unternehmenskauf	317
(2) Verhaltenssteuernde Tatbestandsmerkmale und Kostengefahr ...	317
V. Ergebnisse des Kapitels D.	318
E. Schluss	320
I. Kapitel B. – Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats gem. § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG	320
II. Kapitel C. – Zustimmungsvorbehalte der Unternehmenstransaktion	322
III. Kapitel D. – Rechtsvergleich mit dem Recht von England und Wales	324
Literaturverzeichnis	325
Stichwortverzeichnis	351

Abkürzungsverzeichnis

abhängige G.	abhängige Gesellschaft
Abs.	Absatz
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a. F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AO	Abgabenordnung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BKartA	Bundeskartellamt
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
BVG	Besonderes Verhandlungsgremium
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CA 2006	Companies Act 2006
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CGI	The Chartered Governance Institute UK & Ireland
CIM	Confidential Information Memorandum
COO	Chief Operating Officer
DAX	Deutscher Aktienindex
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DrittelbG	Drittelbeteiligungsgesetz
DSGVO	Datenschutz-Grundverordnung
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EG	Europäische Gemeinschaft
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWK	Europäischer Wirtschaftsraum
FISG	Gesetz zur Stärkung der Finanzmarktintegrität
Fn.	Fußnote
FRC	Financial Reporting Council
FTSE	Financial Times Stock Exchange Index
gem.	gemäß
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GO NRW	Gemeindeordnung für das Land Nordrhein-Westfalen
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen

hersch. U.	herrschendes Unternehmen
HGB	Handelsgesetzbuch
ICSA	Institute of Chartered Secretaries and Administrators
insb.	insbesondere
IoD	Institute of Directors
i. S. d.	im Sinne des/im Sinne der
i. V. m.	in Verbindung mit
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
LBO	Leveraged Buy-out
LG	Landgericht
lit.	Litera
LoI	Letter of Intent
M&A	Mergers & Acquisitions
MAR	Marktmissbrauchsverordnung bzw. Market Abuse Regulation
MDAX	Mid-Cap-DAX
Mio.	Million
MitbestG	Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer
MM-Theorem	Modigliani-Miller-Theorem
Mrd.	Milliarde
NED	nichtexekutive Direktoren
Nr.	Nummer
NYSE	New York Stock Exchange
o. g.	oben genannt
OLG	Oberlandesgericht
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
plc	Public Company
Q&A	Questions and Answers
RG	Reichsgericht
RL	Richtlinie
SE	Societas Europaea
SEBG	Gesetz über die Beteiligung der Arbeitnehmer in einer Europäischen Gesellschaft
TransPuG	Transparenz- und Publizitätsgesetz
TSA	Transitional Services Agreements
u. a.	unter anderem
UKCGC	United Kingdom Corporate Governance Code
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
US	United States
u. s. w.	und so weiter
u. U.	unter Umständen
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
vgl.	vergleiche
Vo.	Verordnung
VorstAG	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung
W&I	Warranty & Indemnity

WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z. B.	zum Beispiel

A. Einleitung

Kapitalgesellschaften sind eine der wichtigen Errungenschaften des modernen Wirtschaftsrechts, ohne die unsere Wirtschaft und unser Wohlstand nicht denkbar wären. Viele Lebenssachverhalte der Kapitalgesellschaften sind davon geprägt, dass die Personen der Anteilseigner und der operativen Geschäftsführung des Unternehmens unterschiedlich sind, sodass es zu einer personellen Trennung von wirtschaftlichem Eigentum und Kontrolle kommt.¹ Es liegt in dieser Trennung begründet, dass vor mehr als 30 Jahren begonnen wurde, die sog. Corporate Governance eines Unternehmens international zu diskutieren.² Die Corporate Governance wird als „der rechtliche und faktische Ordnungsrahmen der Leitung und Überwachung eines Unternehmens“ verstanden.³ Es geht demnach verkürzt um gute Leitung, auch durch gute Überwachung. Die Leitung und die Überwachung von Unternehmen sind freilich kein Thema, das erst seit den letzten 30 Jahren diskutiert wird. Vielmehr beschäftigen sich Menschen seit dem Beginn von wirtschaftlichen „Gesellschaften“ damit.⁴ Heute ist die Corporate Governance als ein Teilbereich des Gesellschaftsrechts nicht mehr wegzudenken und vielfach wird ihr auch ein wirtschaftlicher Mehrwert für die Unternehmen bescheinigt.⁵ Jedenfalls ist sie selbst zu einem Standard geworden, sodass die Einhaltung von Corporate-Governance-Grundsätzen eine wichtige Voraussetzung für Unternehmen ist, um sich Eigen- und Fremdkapital zu beschaffen.⁶

Die deutsche Gesellschaftsrechtswissenschaft diskutiert schon lange über die Leitung und Überwachung in den Kapitalgesellschaften. Das heimische System ist international für seinen dualistischen Ansatz und die Trennung von Leitung und Überwachung in zwei Organe der AG bekannt. In dieser Hinsicht ist ein interessantes Instrument des Aufsichtsrats der Zustimmungsvorbehalt nach § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG. Die folgende Untersuchung widmet sich diesem Zustimmungsvorbe-

¹ Die sog. „*Separation of Ownership and Control*“ von Berle/Means, *Modern Corporation*, 1932, S. 7.

² *Hopt/Leyens*, ECFR 2004, 135, 136; *Seibert*, in: FS Hommelhoff, 2012, 1111, 1112.

³ Präambel DCGK 2022, S. 2.

⁴ Ein prominentes Beispiel ist die „*Verenigde Oostindische Compagnie*“ (V.O.C.) mit der ersten institutionalisierten Struktur für eine Aufsicht der geschäftsführenden Händler, allgemein dazu: *Nagel*, *Die Ostindienkompanien*, S. 100 ff. und rechtlich: *Hopt/Leyens*, ECFR 2004, 135, 136 ff.

⁵ *Kyere/Ausloos*, Wiley 2020, 1871, 1871, 1883; *Shaukat/Trojanowski*, JBFA 2018, 184, 184 ff.

⁶ v. *Werder*, DB 2002, 801, 801 f.; *Hopt/Roth*, in: Großkomm. AktG, Band 5, § 95 Rn. 19.

halt des Aufsichtsrats im Zusammenhang mit dem Phänomen der Unternehmenstransaktion.

Für die deutsche Rechtswissenschaft ist das Phänomen der Unternehmenstransaktion mit seinen rechtlichen Fragen ebenfalls nicht neu⁷ und dementsprechend häufig Gegenstand von ausführlichen wissenschaftlichen Bearbeitungen, Handbüchern und anderen Werken. Einen erheblichen Beitrag zum Erfolg der Unternehmenstransaktionen spielen die darauf spezialisierten Berater, Rechtsanwälte und Banken, die man zusammengefasst als M&A-Branche beschreiben kann. Ihr Beitrag ist die Erarbeitung von standardisierten Verfahren, Finanzierungen, Rechtskonstruktionen, eines allgemeinen Wissensschatzes und eines Netzwerks, die es erst wirtschaftlich ermöglichen, die Komplexität und Vielfalt an Problemen einer Unternehmenstransaktion für die Parteien zu bändigen.⁸ Ihre Ursprünge hat diese Branche indes in der angloamerikanischen Welt und so überrascht es nicht, dass es vor allem englischsprachige Begriffe⁹ und angloamerikanischen Ansätze sind, die bis heute deutsche Transaktionen dominieren.¹⁰ Als Folge ist man gleichwohl mit der Erscheinung sog. Legal Transplants konfrontiert,¹¹ die in dieser Untersuchung eine wichtige Rolle spielen werden.

Es sind dabei vornehmlich die großen Unternehmenstransaktionen, die im Rampenlicht der Öffentlichkeit stehen und damit in den Köpfen der Menschen präsent sind. Jedoch spielen viele der M&A-Aktivitäten im kleineren oder mittleren Segment. Sie sind allerdings allgemein schwierig zu definieren und hängen vom individuellen Unternehmen ab. Besonders internationale Großunternehmen kaufen gern viele und auch aus ihrer Perspektive kleine Unternehmen.¹² Eine große wissenschaftliche Herausforderung ist hierbei der dichte Schleier um die M&A-Aktivitäten der deutschen Unternehmen. Selten dringen erfolglose Unternehmenskäufe

⁷ So z. B. *Wiedemann*, in: FS Nipperdey, 1965, 815, 815 ff. über die Verkäuferhaftung bzgl. Mängeln am Unternehmen.

⁸ *Fleischer*, ZHR 2008, 538, 570 spricht von „Wirtschaftsanwälte[n] als Bändiger[n] von Regulierungskosten“.

⁹ Aus diesem Grund verzichtet diese Untersuchung darauf, englische Begriffe kursiv darzustellen.

¹⁰ *Berger*, in: FS Maier-Reimer, 2010, 17, 22 ff. weist bzgl. der angesprochenen „Anglisierung des Wirtschaftsrechts“ darauf hin, dass die bloße Verwendung von englischen Begriffen im deutschen Rechtskontext nicht eine automatische Übernahme des angloamerikanischen Rechtsinstituts des englischen Begriffs bedeutet; siehe ferner *Merkt*, in: FS Sandrock, 2000, 657, 658 f. über die Amerikanisierung im Unternehmenskauf.

¹¹ Zum Phänomen und Umgang mit „Legal Transplants“ im deutschen Gesellschaftsrecht: *Fleischer*, NZG 2004, 1129, 1129 f.

¹² Siehe für die M&A-Aktivitäten der deutschen Großunternehmen: C. I. 2. b). Ferner hat eine Studie über die großen US-amerikanischen Tech-Unternehmen ergeben, dass der überwiegende Anteil der erworbenen Zielunternehmen aus kleinen oder mittelgroßen Unternehmen bestand, die für weniger als 25 Mio. US-Dollar erworben wurden, dazu *Gerpott*, NZKart 2022, 561, 564.

an die Öffentlichkeit.¹³ Noch seltener sind sie wegen der regelmäßig in den Verträgen enthaltenen Schiedsgerichtsklauseln Gegenstand deutscher gerichtlicher Entscheidungen.¹⁴ Hingegen deuten vereinzelte Berichterstattungen, die umfangreichen Post-M&A-Abteilungen der Kanzleien und entsprechende Literatur darauf hin, dass es häufig Konflikte in den Unternehmen gibt.¹⁵

I. Ziele und Fragen der Untersuchung

1. Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats

In Kapitel B. wird in Anbetracht der Trennung von Leitung und Überwachung des deutschen Dualismus die übergeordnete Frage gestellt, wie Inhalt und Umfang der Zustimmungsvorbehalte nach § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG beschaffen sind und wann der Aufsichtsrat handeln darf oder gar muss. Gleichfalls stellt sich die Frage, wie man praktikabel eine Wertgrenze umsetzen kann, die die Bedeutung eines Geschäfts widerspiegelt. Darf man ferner bei den konkreten Zustimmungsvorbehalten auch verhaltenssteuernde Tatbestandsmerkmale nutzen und welche Vorteile bieten sie? Zusätzlich soll rechtsökonomisch untersucht werden, warum der Aufsichtsrat in seiner Form rechtsökonomisch sinnvoll ist und ob wirklich ein Bedarf für Zustimmungsvorbehalte besteht. Schließlich wird gefragt, inwieweit sich die Rechtslage beim GmbH-Aufsichtsrat ändert.

2. Zustimmungsvorbehalte der Unternehmenstransaktion

Darauf aufbauend stellt Kapitel C. den Zustimmungsvorbehalt im Verhältnis zur Unternehmenstransaktion auf den Prüfstand und entwickelt Leitlinien für die Zustimmungsvorbehalte. Daher sollen vornehmlich die Fragen geklärt werden, wie der Aufsichtsrat bei verhältnismäßig kleinen und mittleren Transaktionen hinsichtlich der Zustimmungsvorbehalte reagieren kann, darf oder muss und ob es weitere Vorgänge in der Unternehmenstransaktion gibt, die für die Zustimmungsvorbehalte nach § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG relevant sind. Dies umfasst den Prozess des Kauf-/Verkaufsversuchs eines Zielunternehmens, den Abschluss eines Letters of Intent, die Entscheidung zur Zulassung einer Due Diligence des Kaufinteressenten durch den Veräußerer, den Kaufvertragsschluss jeweils aus der Käufer- und der Verkäuferperspektive, die Akquisitionsfinanzierung und den Abschluss einer W&I-Versicherung. Den Ergebnissen der jeweiligen Abschnitte entsprechend wird auch eine

¹³ *Bea/Scheurer*, DB 1994, 2145, 2145.

¹⁴ Wenn Unternehmenstransaktionen vor einem staatlichen Gericht verhandelt wurden, waren es meist kleinere Transaktionen ohne professionelle Berater der M&A-Branche. Eine bekannte Ausnahme ist nur OLG Hamburg, Urteil v. 03.06.1994, 11 U 90/92, WM 1994, 1378.

¹⁵ Dazu unten noch ausführlich: C. V. 2. und C. VI. 2.

konkrete Formulierungsempfehlung für den betroffenen Zustimmungsvorbehalt erarbeitet. Die Leitlinien sollen ebenso darlegen, worauf der Aufsichtsrat bei seinen entsprechenden Zustimmungsentscheidungen zu achten hat.

3. Rechtsvergleich mit dem Recht von England und Wales

Kapitel D. geht der Frage nach, wie im britischen bzw. englischen Recht und in der englischen Praxis das etwaige Bedürfnis nach nichtexekutiver Überwachung der Geschäftsführung bei wichtigen Entscheidungen am Beispiel der Unternehmenstransaktionen befriedigt wird und ob und inwieweit auf ein ähnliches Instrument des Zustimmungsvorbehalts eines Aufsichtsgremiums zurückgegriffen wird. Es soll überdies untersucht werden, welche Gemeinsamkeiten und Unterschiede bestehen. Aus dem Vergleich werden infolgedessen Erkenntnisse generell für die Zuständigkeitsverteilung von Geschäftsführung und Überwachung und speziell für die nichtexekutive Überwachung und Teilhabe bei Unternehmenstransaktionen gewonnen.

II. Wissenschaftlicher Erörterungsbedarf

1. Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats

Die Zustimmungsvorbehalte gem. § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG waren bereits Gegenstand von Monografien. Zuerst widmeten sich jeweils Schönberger und Brouwer den Zustimmungsvorbehalten.¹⁶ Sie stellten wichtige Ansätze vor, wie man die zustimmungsrelevanten Geschäfte bestimmen kann. Brouwer beleuchtete überdies ausführlich die Zustimmungsvorbehalte nach § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG im Verhältnis zum Konzern- und GmbH-Recht. Es folgte eine weitere Monografie von Hofschroer, der die Zustimmungsvorbehalte allgemein untersuchte.¹⁷ Er präsentierte zudem empirische Erkenntnisse über die Zustimmungsvorbehalte von börsennotierten Gesellschaften. Die letzte Monografie ist von Weyl, der sich insb. mit der Konzernsteuerung durch die Zustimmungsvorbehalte nach § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG beschäftigte.¹⁸

Trotz des Umstands, dass die Zustimmungsvorbehalte nach § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG schon ausführlich untersucht wurden, werden die Fragen, wie man die Grenze

¹⁶ Schönberger, Der Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrates bei Geschäftsführungsmaßnahmen des Vorstands (§ 111 Abs. 4 Satz 2–4 AktG) (2006); Brouwer, Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats im Aktien- und GmbH-Recht – Zur Funktion und Wirkweise von Aufsichtsratsvorbehalten im Einheitsunternehmen und im Konzern (2008).

¹⁷ Hofschroer, Der Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats in der Aktiengesellschaft (2013).

¹⁸ Weyl, Zustimmungsvorbehalte nach § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG als Möglichkeit einer Konzernsteuerung (2015).

einer Zustimmungsvorbehaltspflicht einerseits und einer Zulässigkeitsgrenze andererseits zieht, nicht einheitlich beantwortet und vieles bleibt strittig.¹⁹ Darüber hinaus wird die Frage sehr pauschal beantwortet, wie der konkret formulierte Zustimmungsvorbehalt aussehen sollte.²⁰ Kaum beantwortet ist zudem die Frage, ob der Aufsichtsrat auf verhaltenssteuernde Tatbestandsmerkmale im Zustimmungsvorbehalt zurückgreifen darf.²¹ Ferner werden der Aufsichtsrat und insb. die Zustimmungsvorbehalte in diesem Zusammenhang nicht kritisch betrachtet. Diese offenen und strittigen Bereiche bedürfen deshalb einer Antwort.

2. Zustimmungsvorbehalte der Unternehmenstransaktion

Gleichwohl ist der Kernbereich dieser Untersuchung noch nicht ausgiebig beleuchtet worden. Regelmäßig liest man in der einschlägigen Literatur, dass der Erwerb und die Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen und Unternehmen das Musterbeispiel für die Zustimmungsvorbehalte gem. § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG sind.²² Allerdings fehlen dann die Details, wann und unter welchen Umständen ein Zustimmungsvorbehalt begründet werden sollte oder muss. Eine sog. M&A-Transaktion oder in der Begrifflichkeit dieser Untersuchung eine Unternehmenstransaktion ist nämlich mehr als ein Kaufvertrag und spaltet sich in viele unterschiedliche Phasen und Instrumente. Es lohnt sich demnach, die Pauschalisierung in diesem Bereich in die einzelnen Elemente zu gliedern und im Detail herauszuar-

¹⁹ So besteht beispielsweise ein Streit über die Pflicht des Aufsichtsrats zur Zustimmungsvorbehaltsbegründung für alle Geschäfte mit grundlegender Bedeutung. Dahingehend zustimmend: *Götz*, NZG 2002, 599, 602 f.; *Lange*, DStR 2003, 376, 376, 380; *Boujong*, AG 1995, 203, 206; *Lieder*, DB 2004, 2251, 2252 f.; *Altmeppen*, in: FS Karsten Schmidt, 2009, 23, 28 f.; *Säcker/Rehm*, DB 2008, 2814, 2815 ff.; *Schönberger*, Zustimmungsvorbehalt, S. 187 ff.; *Brouwer*, Zustimmungsvorbehalte, S. 101 ff.; *Liekefett*, Due Diligence, S. 78 f.; a. A.: *Seebach*, AG 2012, 70, 70; *Bachmann*, in: FS Hopt, 2010, 337, 351; *Henssler*, in: Henssler/Strohn, Gesellschaftsrecht, § 111 AktG Rn. 18; *Habersack*, in: FS Hüffer, 2010, 259, 266; *Fonk*, ZGR 2006, 841, 846 ff.; *Mertens/Cahn*, in: KK-AktG, § 111 Rn. 105; *Hopt/Roth*, in: Großkomm. AktG, § 111 Rn. 659 ff.; *Schnorbus/Ganze*, BB 2020, 386, 389; *Wirth*, ZGR 2005, 327, 337; *Weyl*, Zustimmungsvorbehalte Konzernsteuerung, S. 90 f.

²⁰ Exemplarisch: *Brouwer*, Zustimmungsvorbehalte, S. 123 f.; vereinzelt *Girgensohn*, DB 1980, 337, 341; *Schönberger*, Zustimmungsvorbehalt, S. 134 ff. und *Hofschroer*, Zustimmungsvorbehalt, S. 219 ff., 269 ff. nutzen zur Unterstützung betriebswirtschaftliche Ansätze, jedoch ohne konkreten Umsetzungsvorschlag.

²¹ *Habersack*, in: MüKo AktG, Band 2, § 111 Rn. 144, spricht in einem Satz an, dass im Hinblick auf das Geschäftsführungsverbot problematisch sei, wenn Bedingungen den Vorstand zu einem bestimmten Verhalten veranlassen. Hier ist nicht erkennbar, ob Habersack nur auf „Bedingungen“ für eine konkrete Zustimmungsentscheidung abstellt oder auch „Bedingungen“ für das Vorliegen eines Zustimmungsvorbehalts meint, was Gegenstand der Bearbeitung ist.

²² *Brouwer*, Zustimmungsvorbehalte, S. 152, spricht z. B. vom „praktisch bedeutsamsten“ Fall der Zustimmungsvorbehalte; ähnlich *Hopt/Roth*, in: Großkomm. AktG, § 111 Rn. 695: „praktisch wichtigster“; andererseits gibt es auch M&A-Literatur, die nicht auf den Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats eingeht, wie z. B. *Holzappel/Pöllath*, Unternehmenskauf.