

Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern*

Prof. Dr. Theodor Baums und wiss. Mitarb. Hans-Gert Vogel, Osnabrück

Inhaltsübersicht

- I. Rechtsfragen des Finanzmanagements im Konzern
 1. Zentrales oder dezentrales Finanzmanagement
 2. Mindestkapitalausstattung abhängiger Unternehmen?
 3. Eigenkapitalquote und Verschuldungsgrad
 4. Information der Konzernleitung
 5. Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats der Obergesellschaft
- II. Kapitalbeschaffung im Konzern
 1. Kapitalaufnahme durch die Konzernmutter
 - a. Aufnahme von Eigenkapital
 - aa. GmbH als Konzernspitze
 - bb. AG als Konzernspitze
 - cc. Emission von Genußscheinen
 - b. Aufnahme von Fremdkapital
 - c. Weiterleitung als Eigenkapital
 2. Konzernexterne Eigenkapitalaufnahme durch Töchter
 - a. Allgemeines
 - b. Zuständigkeit der Mutter-Gesellschafterversammlung
 - c. Zuständigkeit der Mutter-Hauptversammlung
 - d. "Pyramideneffekt" und Vorzugsaktien
- III. Verdeckte Sacheinlagen und Nachgründung im Konzern
 1. Verdeckte Sacheinlagen
 - a. Strenge Anforderungen bei Sachgründung und-kapitalerhöhung
 - b. Umgehung der Vorschriften über die Sacheinlage
 - c. Besonderheiten im Konzern
 2. Nachgründung
- IV. Gläubigerschutz gegen Mehrfachbelegung
 1. Gläubigergefährdung durch "Teleskop"- und "Pyramideneffekt"
 2. Gläubigerschützende Mechanismen
 - a. Gläubigerschutz durch Transparenz
 - b. Gläubigerschutz durch Vertragsgestaltung

c. Mindestkapitalisierung im Konzern?

V. Gesellschaftsrechtliche Fragen der Börseneinführung
und des Delisting von Tochtergesellschaften

1. Zuständigkeit für die Entscheidung über den Börsengang einer Konzerntochter
2. Finanzierung des Börsengangs
 - a. Aktien aus dem Bestand der Konzernmutter
 - b. Durchführung einer Kapitalerhöhung
3. Delisting

Schrifttum: *Assmann/Schütze*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 1990; *Autenrieth*, Verschleierte Sachgründung im Konzern, DB 1988, 1101; *Baumbach/Hueck*, GmbH-Gesetz, 16. Aufl., 1996; *Baums*, Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung, AG 1994, 1; *Bork/Stangier*, Nachgründende Kapitalerhöhung mit Sacheinlagen, AG 1984, 320; *Christians*, Der Aktionär und sein Stimmrecht, AG 1990, 47; *Claussen*, Kapitalersatzrecht und Aktiengesellschaft, AG 1985, 173; *Geßler/Hefermehl/Eckart/Kropff* (Hrsg.), Aktiengesetz, 1994, Band IV; *Gross*, Zuständigkeit der Hauptversammlung bei Erwerb und Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen, AG 1994, 266; *Großkommentar*, AktG, 4. Aufl., 1996, Band 1; *Grunewald*, Rechtsfolgen verdeckter Sacheinlagen, FS Rowedder, 1994, S. 111; *Hachenburg* (Begr.), GmbHG, 7. Aufl., 1979; *Hirte*, Genußscheine mit Eigenkapitalcharakter in der Aktiengesellschaft, ZIP 1988, 477; *Hoffmann-Becking* (Hrsg.), Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4, 1988; *Hommelhoff*, Die Konzernleitungspflicht, 1982; *Hommelhoff*, Eigenkapital-Ersatz im Konzern und in Beteiligungsverhältnissen, WM 1984, 1105; *Hopt/Rudolph/Baum* (Hrsg.), Börsenreform, 1997; *Hüffer*, AktG, 2. Aufl., 1995; *Lutter*, Die zivilrechtliche Haftung in der Unternehmensgruppe, ZGR 1982, 244; *Lutter* (Hrsg.), Holdinghandbuch, 1995; *Lutter*, Organzuständigkeiten im Konzern, FS Stimpel, 1985, S. 825; *Lutter/Krieger*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 1993; *Lutter/Drygala*, Rechtsfragen beim Gang an die Börse, FS Raisch, 1995, S. 239; *Lutter*, Verdeckte Leistungen und Kapitalschutz, FS Stiefel, 1987, S. 505; *v. Randow*, Derivate und Corporate Governance, ZGR 1996, 594; *Scheffler*, Konzernleitung aus betriebswirtschaftlicher Sicht, DB 1985, 2005; *Scheffler*, Konzernmanagement, 1992; *Schneider, Uwe H.*, Das Recht der Konzernfinanzierung, ZGR 1984, 497; *Schneider, Uwe H.*, Genußrechte an Konzernunternehmen, FS Goerdeler, 1987, S. 511;

Schneider, Uwe H., Konzernleitung als Rechtsproblem, BB 1981, 249; *Scholz* (Hrsg.), GmbH-Gesetz, 8. Aufl. 1995, Band 2; *Semler*, Die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats, 1980; *Semler*, Doppelmandats-Verbund im Konzern, FS Stiefel, 1987, S. 719; *Timm*, Die Aktiengesellschaft als Konzernspitze, 1980; *Vollmer/Grupp*, Der Schutz der Aktionäre beim Börseneintritt und Börsenaustritt, ZGR 1995, 459; *Werner*, Schwerpunkte der Novellierung des Kreditwesengesetzes, ZHR 149 (1985), 236; *Zöllner* (Hrsg.), Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 1. Aufl., 1984, Band 1, 2. Aufl. 1988, Band 1, 1995, Band 5, 1987, Band 6.

I. Rechtsfragen des Finanzmanagements im Konzern

1. Zentrales oder dezentrales Finanzmanagement

Die **optimale Gestaltung der Finanzierung** gehört zu den wichtigsten Aufgaben im Unternehmen. Ihre Ziele bestehen in der Steigerung der Rentabilität bei gleichzeitiger Sicherung von Liquidität und Stabilität des Unternehmens. Hieran sind die Finanzplanung und die Finanzierungsentscheidungen sowie die Kapitalbeschaffung auszurichten. Dieselbe Zielvorgabe gilt auch im Konzern. Sie läßt sich ohne weiteres auf die Ebene des Gesamtkonzerns projizieren¹. Finanzplanung im Konzern läßt sich unterteilen in erstens die Konzernergebnisplanung oder Zielformulierung (in welchem Umfang sollen die Konzernglieder zu dem wirtschaftlichen Gesamtergebnis, insbesondere der angestrebten Eigenkapitalrendite, beitragen?), zweitens in die Entscheidung über den Umfang der den einzelnen Konzerngliedern zur Verfügung zu stellenden Finanzierungsmittel, sowie drittens in die Entscheidung über die Art und Form ihrer Aufbringung (Selbst- oder Fremdfinanzierung; Eigen- oder Fremdkapital)². Die Finanzierungsplanungen werden nicht aus der Sicht des einzelnen Konzernunternehmens vorgenommen, sondern aus der Sicht des Gesamtkonzerns. Das Ziel dieser - in der Praxis üblichen und betriebswirtschaftlich sinnvollen - einheitlichen Finanzpolitik ist damit nicht nur die Sicherung von Rentabilität, Liquidität, und Stabilität der einzelnen konzernangehörigen Unternehmen, sondern auch *des Konzerns* als einer wirtschaftlichen Einheit³. Unabhängig von einer im übrigen zentralen oder dezentralen Finanzführung wird jedenfalls die Entscheidung über die Eigenkapitalausstattung der jeweiligen Konzernunternehmen regelmäßig von der Konzernleitung festgelegt und vorgenommen⁴.

Ausdrückliche rechtliche Anforderungen an ein **konzernweites Finanzmanagement** sieht das deutsche Konzernrecht nicht vor, ebenso wie das Gesellschaftsrecht allgemein, abgesehen von den Vorschriften über die Mindestkapitalausstattung und -erhaltung, keine Regeln über die ordnungsgemäße Unternehmensfinanzierung enthält. Gewisse reaktive, ex post eingreifende Sanktionen, wie z.B. die Regeln über eigenkapitalersetzende Darlehen, steuern das Finanzierungsverhalten nur für Ausnahmesituationen. Im ökonomischen Schrifttum wird daher angenommen, daß eine Koordinierung der Finanzpolitik im Konzern zwar faktisch geboten, rechtlich aber nicht zwingend sei⁵. Ein einheitliches Finanzmanagement durch die Konzernmutter mit dem Ziel, die Liquidität jedes einzelnen Konzernunternehmens wie auch des Gesamtkonzerns aufrechtzuerhalten, sei lediglich eine selbstgestellte Aufgabe ohne rechtliche Verpflichtung hierzu. In der rechtswissenschaftlichen Literatur finden sich demgegenüber, wenn auch vereinzelt, Ansätze zur Entwicklung rechtlich verbindlicher Grundregeln ordnungsgemäßer Finanzierung im Konzern⁶. Dabei geht es vornehmlich darum, eine rechtliche Verantwortlichkeit des den Konzern zentral leitenden Unternehmens zumindest dafür zu begründen, tunlichst die Liquidität der Konzerntöchter sicherzustellen und eine Überschuldung zu vermeiden. Deshalb soll z.B. bereits nach geltendem Recht eine Verpflichtung der Obergesellschaft bestehen, eine Sonderrücklage für Beteiligungen zu bilden sowie ein Verbot, völlig unzureichend kapitalisierte Unternehmen in die einheitliche Konzernleitung einzubeziehen⁷. Diese in der Literatur entwickelten Konzernfinanzierungsregeln sind jedoch von der Rechtsprechung und im übrigen Schrifttum bislang nicht aufgegriffen worden.

Die Frage, ob und in welchem Ausmaß der Vorstand der Konzernmutter rechtlich zu einem **einheitlichen Finanzmanagement** im Konzern verpflichtet ist, hängt mit der Frage nach einer allgemeinen Konzernleitungspflicht des Muttervorstands zusammen: Beherrscht eine Aktiengesellschaft andere Unternehmen, so erstreckt sich die Leitungsverantwortung des Vorstands, § 76 Abs. 1 AktG, seiner Gesellschaft gegenüber auch darauf, daß die von dieser abhängigen Unternehmen zum Erfolg der Konzernobergesellschaft beitragen. Dabei ist heute anerkannt, daß der Vorstand eine Einfluß ermöglichende Beteiligung nicht als bloß passive Finanzanlage behandeln darf, sondern dieses Einflußpotential auch aktiv nutzen muß, wenn

dies das Konzerninteresse gebietet⁸. Gleiches gilt für die Geschäftsleitung einer GmbH als Konzernspitze.

Rechtlich nicht in vollem Umfang geklärt ist allerdings die erforderliche **Leitungsintensität**. Nicht auf geltendes Recht stützen läßt sich jedenfalls die Annahme, der Vorstand sei ausnahmslos verpflichtet, Beteiligungsgesellschaften mit der eigenen unter einer einheitlichen Leitung zusammenzufassen und diesen Verbund bis in alle Einzelheiten des Tochtergeschehens hinein zu leiten. Zulässig sind vielmehr auch stark dezentralisierte Konzernstrukturen⁹. Auch in diesen hat jedoch die Geschäftsleitung einen unveräußerlichen Kern von Leitungsbefugnissen selbst wahrzunehmen. In der Literatur wird die Koordination im finanziellen Bereich von manchen geradezu als konstitutiv für jede Konzernleitung angesehen¹⁰. Zum einen hat die Geschäftsleitung der Obergesellschaft Überwachungspflichten hinsichtlich der Geschäfts- und Ergebnisentwicklung der Beteiligungsunternehmen. Zum anderen zählen hierher die für das Konzernergebnis maßgeblichen Entscheidungen und Maßnahmen, die aus Kosten- und Praktikabilitätsgründen nur zentral getroffen werden können. Dazu dürften Fragen der zweckmäßigen Konzernorganisation und -strategie ebenso gehören wie die notwendige Koordination der Bilanz- und Investitionspolitik und schließlich auch grundlegende Fragen der - hier interessierenden - Finanzpolitik im Unternehmensverbund¹¹. Der Konzernvorstand ist dagegen *nicht* verpflichtet, die Selbständigkeit einer abhängigen Gesellschaft soweit wie konzernrechtlich möglich einzuschränken. *Wie* der Vorstand der Muttergesellschaft Beteiligungen verwaltet und wie er Leitungsmacht über abhängige Unternehmen ausübt, ist vielmehr weithin - im Rahmen seiner Geschäftsleiterpflichten gemäß §§ 76, 93 AktG - in sein Geschäftsführungsermessen gestellt¹². Dies gilt auch im Hinblick auf die Finanzierung der unter Umständen vielfältigsten Konzernaktivitäten. Nicht jede ein einzelnes Tochterunternehmen betreffende Finanzierungsentscheidung kann oder muß gar im Vorstand der Muttergesellschaft getroffen werden. Im übrigen stößt im Aktienrecht eine zentrale Konzernleitung außerhalb des Vertragskonzerns auf die Grenzen aus § 76 Abs. 1 AktG, wonach auch der Vorstand einer Tochtergesellschaft diese eigenverantwortlich zu leiten hat und keinen Einzelweisungen des Mehrheits- oder Alleingeschafters unterworfen ist. Dies spielt allerdings nur im Rahmen der Fremdfinanzierung des Tochterunternehmens eine Rolle. Im Bereich der Eigenfinanzierung der Tochterunternehmen ist schon wegen der gebotenen Mitwirkung der Gesellschafterversammlung dort die Geschäftsleitung der

Muttergesellschaft verpflichtet, die *wesentlichen* Entscheidungen in den Gesellschafterversammlungen der Töchter unter Berücksichtigung der Interessen des Gesamtkonzerns und der Konzernmutter zu treffen. Im Einzelnen, auch im Hinblick auf die Frage, ob und mit welchen Detailaufgaben ein zentrales Finanzmanagement eingerichtet wird, besteht jedoch ein weites unternehmerisches Ermessen. Konkrete rechtliche Vorgaben existieren nicht und wären auch nicht wünschenswert.

2. Mindestkapitalausstattung abhängiger Unternehmen?

Für abhängige Kapitalgesellschaften gelten dieselben Regeln wie für unabhängige Kapitalgesellschaften über das gesetzliche **Mindestkapital** und dessen Aufbringung. Die Kapitalerhaltungsvorschriften sind dagegen teilweise, für den Vertragskonzern (§§ 291 Abs. 3, 292 Abs. 3 AktG), modifiziert, desgleichen die Vorschriften über die gesetzliche Rücklage (§ 300 AktG). Nicht darum geht es hier, bei der Frage nach einer "Pflicht zur Mindestkapitalausstattung", sondern um die Ausstattung der Tochtergesellschaften mit "angemessenem", wenn nicht sogar "ausreichendem" Mindestkapital.

Die Pflicht zur Eigenkapitalausstattung abhängiger Unternehmen im vorgenannten Sinne ist für **Eingliederung, Vertragskonzern** und faktischen Konzern getrennt zu erörtern. Bei der Eingliederung nach § 319 AktG ist die Eigenkapitalausstattung, wie auch der Verschuldungsgrad des eingegliederten Unternehmens, wegen der Haftung nach § 322 AktG und der Verlustausgleichspflicht nach § 322 AktG praktisch ohne Belang. Ähnliches gilt für Tochterunternehmen, mit denen Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge bestehen. Hier trifft die Konzernmutter die Verlustausgleichspflicht gemäß oder analog § 302 AktG. Besondere Anforderungen an die Mindestkapitalausstattung ergeben sich hier allenfalls für das Mutterunternehmen selbst (dazu auch unten IV.1.).

Bei nur **faktisch abhängigen Konzernunternehmen** wird das Beteiligungskapital von der beteiligten Gesellschaft als Gesellschafterin zur Verfügung gestellt. Für den Gesellschafter einer GmbH gibt es zweifellos keine allgemeine Pflicht zu angemessener Kapitalausstattung. Nimmt aber eine GmbH mit völlig unzureichendem Eigenkapital am Rechtsverkehr teil, so soll die Gesellschafter nach Teilen der Literatur eine Ausfallhaftung treffen¹³. Teilweise wird angenommen, daß für die Konzernmutter als Ge-

sellschafterin ein generelles Verbot bestehe, eine abhängige Gesellschaft mit völlig unzureichendem Kapital am Wirtschaftsverkehr teilnehmen zu lassen¹⁴. Die Rechtsprechung steht diesen Lehren sehr zurückhaltend gegenüber und bevorzugt die Anwendung der §§ 823 ff. BGB. Fälle extremer Unterkapitalisierung¹⁵ oder des Mißbrauchs von Finanzierungs- oder Gesellschaftsformen¹⁶ können danach unter weiteren Voraussetzungen zu unerlaubten Handlungen und demgemäß zu einer entsprechenden Haftung der Konzernobergesellschaft nach §§ 823 ff. BGB führen. Denkbar ist daneben die Umwidmung zugeführten Fremdkapitals in Eigenkapital nach den Regeln über eigenkapitalersetzende Darlehen. Abgesehen von diesen ex post eingreifenden Sanktionen bestehen aber auch für den faktischen Konzern keine verbindlichen rechtlichen Regeln über die angemessene Mindestkapitalausstattung konzernabhängiger Unternehmen. Auch Gesellschaften im Konzernverbund sind grundsätzlich lediglich mit dem jeweils nach § 7 AktG oder § 5 GmbHG erforderlichen Mindestkapital auszustatten. Ansonsten besteht für die Konzernobergesellschaft grundsätzlich Freiheit in der Wahl der Finanzierungsmittel. Anstelle der Zufuhr zusätzlichen Eigenkapitals kann die Konzernmutter etwa ohne weiteres Garantien oder Patronatserklärungen gegenüber Dritten einsetzen. Ein gesellschaftsrechtliches Grundprinzip der Verpflichtung zur Eigenkapitalausstattung von Tochterunternehmen über das gesetzliche Haftkapital hinaus existiert nicht. Hier besteht insoweit ein weites unternehmerisches Ermessen, das in erster Linie betriebswirtschaftlichen Vorgaben unterworfen ist.

3. Eigenkapitalquote und Verschuldungsgrad

Das Gesamteigenkapital des Konzerns stellt eine wichtige Kennzahl für die Beurteilung des Gläubigerrisikos seitens der Fremdkapitalgeber dar (dazu auch unten IV.1.). Die Geschäftsleitung der Konzernmutter ist aber rechtlich nicht verpflichtet, eine **Eigenkapitalquote** für den Gesamtkonzern festzulegen. Dies gebieten weder die allgemeine Konzernleitungspflicht (siehe oben I.1.) noch die im Schrifttum entwickelten¹⁷ "Grundregeln ordnungsgemäßer Finanzierung im Konzern". Grundsätzlich bleibt auch im faktischen Konzern jedes Konzernunternehmen für seine Finanzierung selbst verantwortlich. Desweiteren kann nicht *der Konzern* als solcher unterkapitalisiert sein, sondern nur das einzelne Konzernunternehmen. Für jede einzelne Konzerngesellschaft ist selbständig zu prüfen, ob sie unterkapitalisiert ist¹⁸. Zwar gehören die Grundlagen der Finanzierung und Liquiditätssicherung der Konzernunternehmen zu den zentralen Aufgaben der

Konzernleitung, wobei die Finanzierungs- und Liquiditätserfordernisse umfassend oder für Teilbereiche nicht ausschließlich aus der Sicht des einzelnen Konzernunternehmens, sondern nach Lage *aller* konzernangehörigen Gesellschaften zu bestimmen sind (siehe oben I.1.). Jedoch liegt es im unternehmerischen Ermessen des Konzernvorstands, wie und in welcher Intensität die einheitliche Finanzplanung ausgestaltet wird. Keineswegs ist der Vorstand der Obergesellschaft verpflichtet, alle konzernrechtlich zulässigen Leitungsmöglichkeiten auszuschöpfen. Demgemäß bleibt auch die Frage, ob die Festschreibung einer Eigenkapitalquote *des Konzerns* sinnvoll ist, der Beurteilung der Konzernleitung ebenso überlassen wie die Festlegung des Verschuldungsgrades für das jeweilige Konzernunternehmen. Rechtspolitische Überlegungen zur Schaffung eines "Konzernmindestkapitals"¹⁹ sind bislang durch den Gesetzgeber nicht aufgegriffen worden.

4. Information der Konzernleitung

Zur Wahrnehmung finanzieller Führungsaufgaben im Konzern ist eine zentrale **Information der Konzernleitung** unerlässlich. Auch bei dezentraler Abwicklung der Finanzierung verlangt die finanzielle Konzernführung eine Richtlinienkompetenz und ein Informationsrecht der konzernzentralen Finanzwirtschaft²⁰. Rechtlich gesehen übt der Konzernvorstand insoweit die dem herrschenden Unternehmen als Gesellschafter des Beteiligungsunternehmens diesem gegenüber bestehenden Auskunfts-, Informations- und Weisungsrechte aus, die je nach Rechtsform der Tochter (AG/GmbH) und der Konzernverfassung (Vertragskonzern/faktischer Konzern) unterschiedlich weit reichen²¹. Die Konzernleitung muß, um ihrer Überwachungs- und Steuerungsfunktion hinreichend nachkommen zu können, in aktueller Form über alle Finanzierungspläne sowie Finanzierungsvorgänge und -vereinbarungen der Konzernunternehmen informiert werden. Schon zur Erstellung des Konzernabschlusses (dazu unten IV.) ist eine entsprechende Information der Konzernleitung unerlässlich. Dieser wiederum stellt ein ganz wesentliches Instrument für die einheitliche Leitung des Konzerns dar. Der Konzernvorstand ist in diesen Grenzen nicht nur informationsberechtigt, sondern vielmehr auch verpflichtet, für seine hinreichende Information über die konzernweiten Finanzierungsvorgänge Sorge zu tragen. Eine einheitliche Informationserfassung und Berichterstattung läßt sich - wie in der Praxis üblich - seitens der Konzernleitung durch den Erlaß entsprechender Konzernrichtlinien sicherstellen, die hinsichtlich der

Berichterstattung sowohl die inhaltlichen Daten als auch die formalen und zeitlichen Erfordernisse festlegen²².

5. Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats der Obergesellschaft

Im rechtswissenschaftlichen Schrifttum besteht Einigkeit darin, daß der Unterordnungskonzern vollständig in das gesellschaftsrechtliche System der **Überwachung** einbezogen ist²³. Dabei wird dieses System im Konzern maßgeblich bestimmt von der Rechtsform der Konzernobergesellschaft. Die Aktiengesellschaft und die mitbestimmte GmbH als Konzernspitze hat stets einen Pflichtaufsichtsrat. Dieser ist Überwachungsorgan der Konzernmutter und damit zugleich Überwachungsorgan in Bezug auf die Leitung des Konzerns. Er übt "Konzernüberwachung" aus²⁴. Nach § 111 Abs. 1 AktG überwacht der Aufsichtsrat die Geschäftsführung durch den Vorstand, soweit dieser selbst hierfür zuständig ist. Er kontrolliert damit den Vorstand auch bei seiner Konzernleitung²⁵. Die Kontrolle der Konzernleitung durch den Aufsichtsrat ist dabei nicht nur "Organkontrolle" im Sinne einer Kompetenzkontrolle, sondern sie ist auch "Funktionskontrolle". Die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats reicht so weit wie die Konzernleitungsverantwortung des Konzernvorstands.

Die Überwachungspflicht des Aufsichtsrats bezieht sich dabei insbesondere auf potentielle Gefahren, die sich auf die **Gesamtrentabilität** des Konzerns nachteilig auswirken können, z.B. aus Derivategeschäften, die in einem Tochterunternehmen getätigt werden²⁶. Neben den allgemeinen Einwirkungsmöglichkeiten, die dem Aufsichtsrat zu Gebote stehen²⁷, verfügt der Aufsichtsrat der Obergesellschaft im Konzern über besondere Eingriffsmittel, die u.U. einzusetzen sind²⁸. So kann er Maßnahmen seines Vorstands in den Untergesellschaften von seiner eigenen Zustimmung abhängig machen, § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG. Dies gilt etwa auch für Kapitalerhöhungsbeschlüsse in Tochtergesellschaften, die der Aufsichtsrat der Obergesellschaft seiner Zustimmung unterwerfen kann, wenn diese ein bestimmtes Volumen überschreiten²⁹.

Die Überwachung der Leitung des Gesamtkonzerns einschließlich der Finanzplanung und des Finanzmanagements setzt voraus, daß der Aufsichtsrat über die **notwendigen Informationen** verfügt. Das geltende Recht stellt dies sicher: durch die regelmäßigen Berichte des Vorstands an den Aufsichtsrat (Vierteljahresberichte, Jahresberichte, Rentabilitätsberichte), die in

gleichem Umfang und mit gleichem Inhalt wie für die Einzelgesellschaft auch für den Konzern erstattet werden müssen; durch die Sonderberichte nach § 90 Abs. 1 Satz 2 AktG; durch die Konzernrechnungslegung und den Prüfungsbericht des Abschlußprüfers³⁰. Über ein unmittelbares Einsichts- und Prüfungsrecht wie nach § 111 Abs. 2 AktG in der Einzelgesellschaft verfügt der Aufsichtsrat im Konzern nach geltendem Recht allerdings nicht.

II. Kapitalbeschaffung im Konzern

1. Kapitalaufnahme durch die Konzernmutter

a. Aufnahme von Eigenkapital

aa. GmbH als Konzernspitze

Der **GmbH als Konzernspitze** steht zur Eigenkapitalbeschaffung neben der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (nominelle Kapitalerhöhung, §§ 57c bis o GmbHG) nur die ordentliche oder reguläre Kapitalerhöhung (§§ 55 bis 57b GmbHG) zur Verfügung. Anders als bei der Aktiengesellschaft kennt das GmbH-Recht weder die bedingte Kapitalerhöhung noch das genehmigte Kapital. Zuständig für die Entscheidung über eine Kapitalerhöhung sind ausschließlich die Gesellschafter. Das Verfahren im einzelnen ist in den §§ 55 ff. GmbHG geregelt. Da die Kapitalerhöhung zugleich eine Satzungsänderung bedeutet, sind auch die §§ 53, 54 GmbHG zu beachten.

bb. Aktiengesellschaft als Konzernspitze

Für die Außenfinanzierung durch Eigenkapital steht der konzernleitenden Gesellschaft die förmliche Erhöhung des Grund- oder Stammkapitals zur Verfügung. Handelt es sich bei der **Konzernspitze** um eine **Aktiengesellschaft**, kann diese für die Beschaffung neuen Eigenkapitals zwischen drei Formen wählen:

- der regulären Kapitalerhöhung gegen Einlagen (§§ 182-191 AktG),
- dem genehmigten Kapital (§§ 202-206 AktG),
- der bedingten Kapitalerhöhung (§§ 192-201 AktG).

Bei der **regulären Kapitalerhöhung** gegen Einlagen wird das Grundkapital gegen Bar- oder Sacheinlagen unter Ausgabe neuer Aktien erhöht. Die Hauptversammlung wirkt zwingend hierbei mit, da sie den Kapitalerhöhungsbeschluß zu fassen hat. Der Beschluß bedarf einer Mehrheit von mindestens drei Vierteln des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals, § 182 Abs. 1 Satz 2 AktG. Zugleich muß die einfache Stimmenmehrheit vorliegen. Sind mehrere Aktiengattungen vorhanden, bedarf der Kapitalerhöhungsbeschluß der Zustimmung der Aktionäre jeder Gattung in einem gesonderten Beschluß, § 182 Abs. 2 AktG. Der Kapitalerhöhungsbeschluß muß den wesentlichen Inhalt der Kapitalerhöhung selbst bestimmen; die Ausfüllung der Einzelheiten kann der Verwaltung überlassen werden. Zwingend erforderlich ist die Aufnahme des Erhöhungsbetrages, der Nennbeträge und der Art der neuen Aktien (Inhaber- oder Namensaktien). Insgesamt vollzieht sich die Kapitalerhöhung in folgenden Schritten:

- Beschlußfassung der Hauptversammlung
- Anmeldung des Kapitalerhöhungsbeschlusses zur Eintragung ins Handelsregister
- Zeichnung der Aktien (bei Publikumsgesellschaften üblicherweise durch die konsortialführende Bank)
- Leistung der Mindesteinlagen
- Schaffung weiterer Eintragungsvoraussetzungen (staatliche Genehmigungen etc.)
- Anmeldung und Eintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung ins Handelsregister, die mit der Anmeldung des Kapitalerhöhungsbeschlusses verbunden werden kann
- Ausgabe der neuen Aktien.

Beim **genehmigten Kapital** wird der Vorstand durch die Hauptversammlung ermächtigt, selbst das Grundkapital durch Ausgabe neuer Aktien gegen Bar- oder Sacheinlagen zu erhöhen. Die Ermächtigung setzt keine besonderen Zwecke voraus. Sie ist aber jeweils auf fünf Jahre befristet. Ob und inwieweit das Grundkapital tatsächlich erhöht wird, entscheidet der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats. Das genehmigte Kapital darf höchstens 50 % des zur Zeit der Ermächtigung vorhandenen Grundkapitals betragen, § 202 Abs. 3 Satz 1 AktG. Die Ermächtigung des Vorstands zur Kapitalerhöhung ist nur in der Satzung möglich. Sie kann bereits in der Gründungssatzung enthalten sein, § 202 Abs.1 AktG, oder durch spätere Satzungsänderung erteilt werden, § 202 Abs. 2 AktG. Für die Erteilung der Ermächtigung durch Satzungsänderung ist allein die Hauptversammlung

zuständig. Eine Übertragung auf die Verwaltung ist nicht möglich. Der Beschluß bedarf einer Mehrheit von mindestens drei Vierteln des vertretenen Grundkapitals, § 202 Abs. 2 Satz 2 AktG. Wie bei der bedingten Kapitalerhöhung kann die Satzung lediglich eine größere Kapitalmehrheit bestimmen, § 202 Satz 3 AktG.

Die **bedingte Kapitalerhöhung** dient der Schaffung neuer Aktien zu besonderen Zwecken, wie der Vorbereitung von Unternehmens-zusammenschlüssen, der Gewährung von Umtauschrechten an Inhaber von Wandelschuldverschreibungen und der Schaffung von Arbeitnehmeraktien, § 192 Abs. 2 AktG. Der Nennbetrag des bedingten Kapitals darf höchstens 50 % des bisher vorhandenen Grundkapitals betragen, § 192 Abs. 3 AktG. Die bedingte Kapitalerhöhung bewirkt ebenfalls eine Satzungsänderung. Zuständig hierfür ist allein die Hauptversammlung. Eine Übertragung auf andere Gesellschaftsorgane ist nicht zulässig. Der Beschluß bedarf einer Mehrheit von drei Vierteln des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals. Anders als bei der regulären Kapitalerhöhung kann die Satzung allenfalls eine größere Kapitalmehrheit bestimmen, § 193 Abs. 1 AktG.

Neben den Formen der Kapitalerhöhung gegen Einlagen steht die **Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln** (§§ 207-220 AktG). Hierbei werden der Gesellschaft keine neuen Mittel zugeführt, sondern es wird lediglich schon vorhandenes Vermögen der Gesellschaft in Grundkapital umgewandelt.

In der Aktiengesellschaft können bei allen Formen der Kapitalerhöhung anstelle der Stammaktien Vorzugsaktien ausgegeben werden. Deren bedeutendste Form ist die **stimmrechtslose Vorzugsaktie** nach §§ 139 ff. AktG. Vorzugsaktien sind Aktien besonderer Gattung im Sinne von § 11 Satz 2 AktG, die mit gesetzlich zulässigen vermögens- oder verwaltungsbezogenen Vorrechten ausgestattet sind. Am weitesten verbreitet sind Vorrechte hinsichtlich der Verteilung des Gesellschaftsgewinns und hinsichtlich der Beteiligung am Abwicklungserlös. Für die Ausgabe stimmrechtsloser Aktien ist gemäß § 139 Abs. 1 AktG sogar zwingend erforderlich, daß diese mit einem nachzuzahlenden Vorzug bei der Gewinnverteilung ausgestattet werden. Möglich sind eine "Zusatzdividende", eine "Vorabdividende" oder eine Kombination beider Möglichkeiten. Die betreffenden Papiere gewähren mit Ausnahme des Stimmrechts die jedem Aktionär zustehenden Rechte, § 140 Abs. 1 AktG, so etwa das Recht zur Teilnahme an der

Hauptversammlung oder das Recht zum Bezug junger Aktien. Vorzugsaktien können durch die ursprüngliche Satzung oder durch nachträgliche Satzungsänderung geschaffen werden. Letzteres kann einmal in der Form geschehen, daß bestehende Stammaktien in Vorzugsaktien umgewandelt werden und zum anderen dadurch, daß neue Aktien mit Vorzugsrechten ausgegeben werden. Zur Einführung von Vorzugsaktien durch Neuemission bedarf es eines satzungsändernden Beschlusses mit einer Dreiviertelmehrheit aller Aktionäre. Da alle Aktionäre aufgrund ihres Bezugsrechts gleiche Chancen haben, die neuen Vorzugsaktien zu erwerben, verlangt nicht etwa der Gleichbehandlungsgrundsatz die Zustimmung *aller* Aktionäre³¹.

Durch die Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien können die Gesellschafter der Gesellschaft neue Mittel von dritter Seite zuführen, ohne dadurch ihre Stimmrechtsmacht wesentlich zu beeinträchtigen. Nur bei einem Rückstand mit der Zahlung des zugesagten Vorzugs lebt das Stimmrecht der Vorzugsaktionäre wieder auf, § 140 Abs. 2 AktG. Im Konzernverbund eignen sich stimmrechtslose Vorzugsaktien daher insbesondere für Kapitalerhöhungen in Tochtergesellschaften. Die Herrschaft der Konzernmutter bleibt auch bei der Aufnahme neuer Anteilseigner unangetastet (siehe dazu auch unten 2.a.). Aus der Sicht der Unternehmens- oder Konzernleitung ist die Ausgabe von Vorzugsaktien ohne Stimmrecht allerdings mit dem wesentlichen Nachteil verbunden, daß sie die Eigenfinanzierung im Vergleich zur Ausgabe von Stammaktien deutlich verteuert. Desweiteren kann die Konzentration der Stimmrechtsmacht bei den Stammaktionären die Aktionäre mit dem Risiko unterproportionaler Kursentwicklung ihrer Papiere belasten³². Ferner ist zu bedenken, daß auch dem Vorzugsaktionär ein Bezugsrecht zusteht, so daß er bei einer späteren alleinigen Ausgabe von Stammaktien die Möglichkeit hat, durch dessen Ausübung die Stimmrechtsmacht der Konzernmutter zu beeinträchtigen.

cc. Emission von Genußscheinen

Als Alternative zur Kapitalerhöhung, d.h. zur Beschaffung von Eigenkapital im eigentlichen Sinne, bietet sich die **Ausgabe von Genußscheinen** an. Hierbei handelt es sich um ein hybrides Finanzierungsinstrument, das hinsichtlich seiner üblichen Ausgestaltung "zwischen" Eigen- und Fremdfinanzierung steht. Unter dem verbrieften Genußrecht ist ein *Gläubigerrecht* zu verstehen, das seinem Inhalt nach ein *mitgliedschaftstypisches* Wertrecht

verleiht, weswegen aufgenommenes Genußkapital etwa im Steuer- und Bilanzrecht - je nach Ausgestaltung - auch als Eigenkapital behandelt wird. Als verbrieft Wertrechte kommen vor allem die mittelbare Beteiligung am Gewinn und/oder am Liquidationserlös in Betracht. Die Vergabe von Genußscheinen ist nicht auf Aktiengesellschaften beschränkt. Die Eigenart des Genußscheins als Verbriefung von Gläubigerrechten, d.h. schuldrechtlicher Forderungen, bedingt, daß er grundsätzlich von jedermann emittiert werden kann. Außer der Aktiengesellschaft können also auch konzernleitende Unternehmen in der Rechtsform der GmbH oder einer Personengesellschaft Genußscheine emittieren.

In der **Ausgestaltung der Genußscheine** ist der Emittent weitgehend frei. Der Gesetzgeber hat hier bewußt auf eine Regulierung verzichtet. Genußscheine zur Kapitalbeschaffung lauten typischerweise auf den Inhaber und einen bestimmten Nennbetrag. Sie werden gegen Leistung einer Bareinlage ausgegeben und gewähren eine jährliche Ausschüttung, deren Höhe zumeist von der Höhe der jeweils ausgeschütteten Dividende abhängig ist. Daneben kann eine bestimmte Festverzinsung des Nennbetrages vorgesehen werden. Am Liquidationserlös selbst nehmen die Genußscheininhaber normalerweise nicht teil. Zulässig ist es jedoch, ihnen für den Fall der Liquidation einen Anspruch auf Abfindungsleistung einzuräumen, der erst nach Befriedigung aller anderen Gesellschaftsgläubiger, jedoch vor Verteilung des Liquidationserlöses an die Aktionäre zu erfüllen ist³³.

Gemäß § 221 Abs. 3 i.V.m. 1 AktG bedarf der Vorstand einer Aktiengesellschaft zur Ausgabe von Genußscheinen einer **Ermächtigung durch die Hauptversammlung**. Der Beschluß bedarf einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals umfaßt. Nach herrschender Ansicht findet - trotz Fehlens einer ausdrücklichen Verweisung - die Vorschrift des § 221 Abs. 2 AktG entsprechende Anwendung³⁴. Danach kann eine Ermächtigung des Vorstands zur Ausgabe von Genußscheinen für höchstens fünf Jahre erteilt werden. Der Beschluß ist mit einer Erklärung des Vorstands und des Aufsichtsratsvorsitzenden über die Ausgabe von Genußscheinen beim Handelsregister zu hinterlegen und in den Gesellschaftsblättern bekanntzumachen. Wie bei den sonstigen in § 221 Abs. 1 AktG genannten Schuldverschreibungstypen steht den Aktionären ein gesetzliches Bezugsrecht zu, § 221 Abs. 4 AktG. Das Bezugsrecht kann wie bei der Kapitalerhöhung ausgeschlossen werden. Ob eine

besondere sachliche Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses erforderlich ist, hängt vom jeweiligen Inhalt des Genußrechts ab³⁵.

Eine **staatliche Genehmigung** ist auch für die Ausgabe von Inhaber-Genußscheinen seit Aufhebung des § 795 BGB im Dezember 1990 nicht mehr erforderlich.

Besondere Rechtsprobleme bei **Genußrechten an Konzernunternehmen** stellen sich in erster Linie dann, wenn ein konzernabhängiges Unternehmen Genußscheine emittiert³⁶. Gibt das herrschende Unternehmen im Konzern Genußscheine aus, so stellt sich insbesondere die Frage des Verwässerungsschutzes dieser Rechte auch bei Maßnahmen in den Tochterunternehmen. Ein Schutz der Genußscheininhaber kann etwa erforderlich werden bei übermäßiger Rücklagenbildung in den Tochtergesellschaften sowie bei Ausgabe weiterer Genußscheine durch Tochtergesellschaften. Die Gewinnthesaurierung in Tochtergesellschaften oder die Emission von Schuldverschreibungen, in denen eine gewinnabhängige Leistung versprochen wird, schmälert den Gewinn, den die Aktiengesellschaft an ihre Aktionäre verteilen kann. Aber auch die Inhaber von Genußscheinen werden hierdurch in ihren verbrieften Rechten beeinträchtigt, sofern diese auf den Dividendensatz bezogen sind. In der Literatur wird hier die entsprechende Anwendung der Bestimmung des § 216 Abs. 3 AktG vorgeschlagen, wonach eine nachträgliche Anpassung der Genußrechte an die durch die genannten Maßnahmen eingetretenen Bedingungen erfolgen kann³⁷. Angesichts der noch nicht geklärten Rechtslage sollten bereits die Genußscheinbedingungen Regelungen enthalten, die in solchen Fällen wirtschaftlichen Beeinträchtigungen entgegenwirken, indem z.B. die Gewinnanteile der Genußscheininhaber vom *Konzerngewinn* abhängig gemacht werden³⁸.

b. Aufnahme von Fremdkapital

Neben den Maßnahmen der Eigenkapitalfinanzierung stehen dem konzernleitenden Unternehmen zahlreiche Möglichkeiten der **Finanzierung mit Fremdkapital** zur Verfügung, das dann als Eigen- oder Fremdkapital an die Konzernunternehmen weitergeleitet werden kann. Hier ist zu unterscheiden zwischen den allgemeinen Formen der Aufnahme von Fremdkapital, die von der Rechtsform der Gesellschaft unabhängig sind und insofern keinen besonderen Regeln unterliegen, und solchen Finanzierungsinstrumenten, die

an die besondere Rechtsform der Aktiengesellschaft anknüpfen. Neben der kurz- und mittelfristigen Kreditfinanzierung und der Aufnahme von Scheindarlehen ist hierbei die Ausgabe von Industrieobligationen (*bonds; medium term notes; commercial paper*) zu nennen. Industrieobligationen sind Inhaber- oder Orderschuldverschreibungen, die zum Zwecke der mittel- oder langfristigen Deckung des Kapitalbedarfs auf dem Kapitalmarkt ausgegeben werden und den Regelungen der §§ 793 ff. BGB unterstehen. Die Papiere verbriefen im allgemeinen, als *straight bonds*, das Recht auf Rückzahlung des Nennbetrags nach Ende der Laufzeit und eine feste Verzinsung. Daneben stehen Sonderformen wie Nullkupon-Anleihen (*zero-bonds*), Anleihen mit variablem Zins (*floating rate notes*) u.a.m. Aktienrechtliche Sonderformen der Anleihe sind die Wandel- und die Optionsschuldverschreibung sowie die Gewinnschuldverschreibung, § 221 Abs. 1 AktG. Sie dürfen jeweils nur aufgrund eines Hauptversammlungsbeschlusses ausgegeben werden. Ansonsten gelten die gleichen Regeln wie für die Ausgabe von Genußscheinen.

Keine aktienrechtlichen Besonderheiten, und damit keine Hauptversammlungszuständigkeiten, bestehen für die Ausgabe von **"reinen" Anleihen** (Industrieobligationen). Die Bestimmung des § 119 Abs. 1 Nr. 6 AktG, wonach die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft über "Maßnahmen der Kapitalbeschaffung" beschließt, ist nicht einschlägig, da hiermit lediglich die Beschaffung von Eigenkapital gemeint ist. Es bestehen keine besonderen aktienrechtlichen Vorschriften für die Emission "reiner" Anleihen³⁹. § 221 AktG, der die Zustimmungskompetenz der Hauptversammlung bei der Emission von Genußrechten, Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen vorsieht, erwähnt die "reine" Schuldverschreibung nicht. Die Sonderstellung der dort genannten hybriden Finanzierungsinstrumente rechtfertigt sich daraus, daß diese Finanzierungsformen zu Kollisionen mit den Rechten der Aktionäre führen können: Bei Gewinnschuldverschreibungen und Genußscheinen sind die Vermögensrechte den Rechten der Aktionäre (Dividendenrecht, Recht am Liquidationserlös) angenähert, weshalb die Vermögensrechte der Aktionäre beeinträchtigt werden können. Bei Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen ergibt sich die Kollision mit den Rechten der Aktionäre daraus, daß sie einen Eingriff in die künftige Beteiligungsstruktur zur Folge haben können. Die Entscheidung über die Emission "reiner" Anleihen ist dagegen, wie auch die Entscheidung über sonstige Formen der Fremdmittelaufnahme, grundsätzlich eine reine Geschäftsführungsmaßnahme, die in der Aktiengesellschaft der

Vorstand "unter eigener Verantwortung" (§ 76 Abs. 1 AktG) vornimmt, sofern kein Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats nach § 111 Abs. 4 AktG besteht. Dies ist jedoch zumindest bei größeren Kreditgeschäften und Anleiheemissionen regelmäßig der Fall.

Nun hat allerdings der BGH in der sog. "**Holz Müller-Entscheidung**"⁴⁰ die Zuständigkeit der Hauptversammlung auf "grundlegende Entscheidungen" erstreckt, "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, die aber 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"⁴¹. Bei derartigen Entscheidungen *muß* der Vorstand ausnahmsweise die Hauptversammlung nach § 119 Abs. 2 AktG anrufen. Sein grundsätzlich bestehendes Vorlageermessen reduziert sich dann auf Null. Die "Holz Müller-Entscheidung" hat damit ein erweitertes Anwendungsgebiet für Hauptversammlungsbeschlüsse in Geschäftsführungsangelegenheiten eröffnet, so daß sich im Zusammenhang mit der Aufnahme von Fremdkapital durch die Gesellschaft etwa die Frage stellt, ob deren Hauptversammlung nach den genannten Grundsätzen zustimmen muß, wenn das aufgenommene Fremdkapital den Verschuldungsgrad der Gesellschaft in außerordentlichem Umfang erhöht und dadurch das zuvor gegebene Risiko der Eigenkapitalgeber einschneidend verändert. Verallgemeinert man die Grundsätze der "Holz Müller-Entscheidung" über den Bereich der Konzernbildungskontrolle hinaus, könnte auch in einer solchen Erhöhung des Verschuldungsgrades, die sich z.B. im Zusammenhang mit der Finanzierung eines Übernehmangebots ergibt, eine "grundlegende Entscheidung" im Sinne des "Holz Müller-Urteils" gesehen werden, nämlich wenn die Vermögensrechte der Aktionäre hierdurch in so hohem Maße gefährdet werden, daß dies einem schwerwiegenden Eingriff in das "rechtliche Substrat der Mitgliedschaft"⁴² gleichzuachten wäre. Dies wird man angesichts der gegenteiligen gesetzgeberischen Konzeption (vgl. § 221 AktG) nur in besonders gelagerten Ausnahmefällen annehmen können.

c. Weiterleitung als Eigenkapital an Konzerntöchter

Die Fremdmittelaufnahme selbst ist grundsätzlich eine reine Geschäftsführungsmaßnahme. Eine Hauptversammlungs Zuständigkeit in der Konzern-

mutter besteht grundsätzlich nicht, sofern nicht die oben erörterten Ausnahmen eingreifen. Auch ändert sich die grundsätzliche Zuständigkeitsordnung in der Konzernmutter noch nicht ohne weiteres in dem Zeitpunkt, in dem das durch die Konzernmutter aufgenommene **Fremdkapital** durch Gründung von Tochtergesellschaften oder Kapitalerhöhungen in bestehenden Töchtern "**nach unten**" **weitergeleitet** wird und sich desweiteren für das von der Konzernspitze extern aufgenommene Fremdkapital ein Gestaltwandel ergibt, wenn es konzernintern als Eigenkapital bei einem Konzernunternehmen eingebracht wird. Zwar kann sich bei einem derartigen Vorgehen die Risikolage in vielfältiger Weise ändern. So hat etwa das Konzernunternehmen, das das Fremdkapital aufgenommen und umgewandelt hat, die Kreditzinsen auch dann aufzubringen, wenn es aus seiner Konzernbeteiligung keine Gewinne erhält⁴³. Dies ändert jedoch noch nicht die gesellschaftsinterne Zuständigkeit. Selbst die Weiterleitung von Eigenkapital des Mutterunternehmens an die Tochter fällt grundsätzlich in die alleinige Zuständigkeit der Geschäftsleitung des Mutterunternehmens. Hier findet insoweit ein Wechsel in der Zuständigkeitsordnung statt: während über die Aufnahme von Eigenkapital die Gesellschafter entscheiden, ist für die Mittelverwendung, d.h. auch für die Weiterleitung an Tochterunternehmen, grundsätzlich die Verwaltung zuständig.

Handelt es sich bei der **Konzernmutter** um eine **AG**, so besteht die Zuständigkeit ihrer Hauptversammlung nach "Holzmüller-Grundsätzen" bei Gründung einer Tochtergesellschaft erst dann, wenn diese durch Abspaltung oder Ausgliederung *wesentlicher* Unternehmensteile entsteht⁴⁴. Als *wesentlich* in diesem Sinne hat der BGH in der "Holzmüller-Entscheidung" einen Betrieb bezeichnet, der den wertvollsten Bestandteil des Gesellschaftsvermögens bildet⁴⁵. Das Schrifttum nennt hier im Zusammenhang mit Konzernbildungssachverhalten Fälle, die in die Nähe der Vermögensübertragung geraten, in denen also mehr als 80 % der Aktiva auf eine Tochter verlagert werden⁴⁶. Z.T. werden aber wesentlich niedrigere Sätze genannt⁴⁷. Gleiches gilt für den Erwerb von Beteiligungen. Die Zustimmungspflicht der Hauptversammlung kann etwa dann bestehen, wenn zur Finanzierung eines Beteiligungserwerbs oder einer Kapitalerhöhung andere Unternehmensteile veräußert werden⁴⁸.

Handelt es sich bei der **Konzernmutter** um eine **GmbH**, so gelten engere Regeln. Nach § 49 Abs. 2 GmbHG ist die Gesellschafterversammlung außer in den (in § 46 GmbHG) ausdrücklich bestimmten Fällen zu berufen, wenn

dies *im Interesse der Gesellschaft erforderlich* erscheint. Eine Zustimmungspflicht der Gesellschafterversammlung wird von der Rechtsprechung - über den Wortlaut der Vorschrift hinaus - bei allen *grundsätzlich bedeutsamen* oder *außergewöhnlichen* Geschäften angenommen⁴⁹. Zu nennen sind hier insbesondere die Ausgründung durch Bildung von Tochtergesellschaften oder die Anteilsübertragung an solche Gesellschaften, die demzufolge regelmäßig der Zustimmung der Gesellschafterversammlung bedürfen⁵⁰.

Bei Kapitalerhöhungen in Tochtergesellschaften ist hinsichtlich der Frage der Hauptversammlungszuständigkeit in der Mutter (-Aktiengesellschaft) danach zu unterscheiden, ob an der Kapitalerhöhung auch bisher **außenstehende Dritte beteiligt** werden sollen (dazu auch unten 2.a.). Nach überwiegender Auffassung des rechtswissenschaftlichen Schrifttums⁵¹ fallen Kapitalerhöhungen bei einer Tochtergesellschaft jedenfalls dann in die *alleinige* Zuständigkeit des Konzernvorstands, wenn das Bezugsrecht der Mutter voll wahrgenommen wird. Dagegen ist nach Ansicht des BGH⁵² ein Zustimmungsbeschluß der Hauptversammlung auch dann erforderlich, wenn an der Kapitalerhöhung bei der Tochter keine bisher nicht beteiligte Dritte beteiligt werden sollen. Der BGH begründet dies wie folgt: Auch in einem solchen Fall entgehe den Aktionären die Chance, ihre Beteiligung quantitativ und wertmäßig dadurch zu verbessern, daß sie selbst weiteres Kapital in "ihrem Unternehmen" anlegen. Stattdessen würden der Obergesellschaft Betriebsmittel, die die Aktionäre dort investiert hätten, entzogen und einem anderen Rechtsträger mit der Folge zugeführt, daß sich Schwergewicht und Risiken der Unternehmenstätigkeit noch stärker auf die Tochtergesellschaft verlagerten. Überdies wachse mit der Kapitalerhöhung quantitativ auch die Möglichkeit, durch spätere Anteilsveräußerung fremde Gesellschafter aufzunehmen. Erwähnt sei allerdings, daß die Ausführungen des BGH nur den Fall betrafen, daß der Vorstand den wertvollsten Teil des Betriebsvermögens auf eine zu diesem Zweck errichtete 100%ige Tochtergesellschaft übertragen hatte. Ausdrücklich offengelassen hat das Gericht dagegen die Frage, ob die Obergesellschaft ihren Aktionären gegenüber auch dann verpflichtet ist, die Zustimmung ihrer Hauptversammlung zu einer Kapitalerhöhung in der Tochter einzuholen, wenn die Hauptversammlung der Ausgliederung vorher oder nachträglich mit satzungsändernder Mehrheit zugestimmt hat. Soll bei der Kapitalerhöhung in der Tochter kein Bezugsrechtsausschluß stattfinden, so braucht der Zustimmungsbeschluß der Hauptversammlung auch nicht den üblichen

formellen und materiellen Erfordernissen eines Bezugsrechtsausschlusses (§ 186 Abs. 3, 4 AktG) zu genügen⁵³. Einer sachlichen Rechtfertigung bedarf es auch dann nicht, wenn das Bezugsrecht der Obergesellschaft ausgeschlossen wird, um stattdessen deren Aktionären dieses Bezugsrecht anzubieten⁵⁴.

2. Konzernexterne Eigenkapitalaufnahme durch Konzerntöchter

a. Allgemeines

Statt zentral auf der Ebene der Obergesellschaft im Konzern kann die **(Eigen-) Kapitalaufnahme** auch **dezentral** auf der Ebene einzelner Tochtergesellschaften oder einheitlich durch eine Finanzierungstochter für alle Konzernunternehmen erfolgen. Die rechtlichen Anforderungen an eine solche Eigenkapitalaufnahme richten sich dann nach der jeweiligen Rechtsform der Tochter. Da zur Eigenkapitalaufnahme regelmäßig ein Beschluß der Gesellschafterversammlung dort notwendig ist, wirkt der Vorstand/die Geschäftsführung des herrschenden Unternehmens bei dieser Beschlußfassung mit. Ob der Vorstand/die Geschäftsführung des herrschenden Unternehmens hierfür der Zustimmung seines Aufsichtsrates bedarf, hängt von der Ausgestaltung der Satzung des Mutterunternehmens bzw. der Geschäftsordnung für Vorstand oder Geschäftsführer ab.

Desweiteren stellt sich die Frage nach der **Mitwirkung der Gesellschafterversammlung** der Muttergesellschaft. Hier ist zwischen GmbH und Aktiengesellschaft zu unterscheiden.

b. Zuständigkeit der Mutter-Gesellschafterversammlung

Ist **herrschendes Unternehmen** eine **GmbH**, dann kann sich bereits aus der Satzung oder der für die Geschäftsführung erlassenen Geschäftsordnung eine Verpflichtung der Geschäftsführer ergeben, bei Kapitalmaßnahmen in Tochtergesellschaften, insbesondere Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluß, die Zustimmung der Gesellschafterversammlung des herrschenden Unternehmens einzuholen. Besteht keine ausdrücklich für diesen Fall formulierte Regel, so kann sich eine entsprechende Verpflichtung der Geschäftsführung aus § 49 Abs. 2 GmbHG in Verbindung mit der Treupflicht der Geschäftsführer ergeben. Die Geschäftsführer der GmbH sind verpflichtet, sich auch im eigenen Zuständigkeitsbereich

(Vertretung der Stimmrechte aus von der GmbH gehaltenen Beteiligungen) der Zustimmung der Gesellschafter zu vergewissern, wenn dies im Interesse der Gesellschafter erforderlich erscheint. Dies ergibt sich aus § 49 Abs. 2 GmbHG (siehe auch oben Rz. 28 f.). Danach muß die Geschäftsführung der Muttergesellschaft Kapitalerhöhungen in einer Tochter jedenfalls dann den Gesellschaftern der Muttergesellschaft vorlegen, wenn die Kapitalerhöhung wegen ihres Umfangs oder wegen des geplanten Bezugsrechtsausschlusses mittelbar dazu führen kann, daß der Wert ihrer Beteiligung verwässert, oder ihre Bezugsrechte ausgehöhlt werden⁵⁵.

c. Zuständigkeit der Mutter-Hauptversammlung

Handelt es sich bei der **Muttergesellschaft** und bei der Tochtergesellschaft um eine **AG**, und soll die Kapitalerhöhung in diesem konzernabhängigen Unternehmen unter Ausschluß des Bezugsrechts der Muttergesellschaft gemäß § 186 Abs. 3 AktG zur Aufnahme bisher außenstehender Dritter beschlossen werden, oder soll bei einem börsennotierten Tochterunternehmen das Bezugsrecht der Mutter ganz oder teilweise an zu beteiligende Dritte veräußert werden, so kann dies erhebliche Auswirkungen auf die Mitgliedschaft der Aktionäre des Mutterunternehmens haben. An einem Konzern, der vorher z.B. ausschließlich aus 100 %-Töchtern bestand und damit allein von den Anteilseignern des Mutterunternehmens getragen wurde, können auf diese Weise ohne Zustimmung der Aktionäre weitere Anteilseigner beteiligt werden. Gleiches gilt für den Fall, daß der Vorstand direkt eine Beteiligungstranche an einem Tochterunternehmen an Dritte veräußert⁵⁶. Daraus kann sich, je nach dem Ausgabebetrag und -volumen, eine Vermögensverschiebung zuungunsten der Aktionäre des Mutterunternehmens ergeben. Auch entgeht dadurch den Aktionären der Muttergesellschaft die Chance, ihre Beteiligung quantitativ und wertmäßig zu verbessern. Erforderlich ist deshalb nach höchstrichterlicher Rechtsprechung⁵⁷ eine Kompetenzrückverlagerung auf die Hauptversammlung der Muttergesellschaft: Sollen im Zuge einer Kapitalerhöhung bei einem Tochterunternehmen Dritte beteiligt werden, so ist - die entsprechende Bedeutung der Tochtergesellschaft für den Gesamtkonzern vorausgesetzt - im Hinblick auf die Bestimmung des § 186 Abs. 3 AktG⁵⁸ die Hauptversammlung der Muttergesellschaft zu beteiligen, und zwar unter denselben Bedingungen wie bei einem Kapitalerhöhungsbeschluß in der Muttergesellschaft selbst⁵⁹. Erforderlich ist demnach ein mit Dreiviertelmehrheit zu fassender Hauptversammlungsbeschluß in der Konzernobergesellschaft

entsprechend § 182 Abs. 1 AktG; der Ausschluß der Muttergesellschaft und ihrer Aktionäre vom Bezugsrecht muß den üblichen formellen und materiellen Anforderungen (§ 183 Abs.3, 4 AktG) genügen.

d. "Pyramideneffekt" und Vorzugsaktien

Ähnliche Effekte, wie sie sich auf der Ebene des Einzelunternehmens durch die Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien (siehe oben II.1.a.bb.) erzielen lassen, lassen sich auch durch die stufenweise Ausgliederung von Unternehmensaktivitäten auf Tochterunternehmen bewirken, indem an den jeweiligen Tochter- und Enkelgesellschaften außenstehende Minderheitsgesellschafter beteiligt werden. Der hierdurch eintretende "**Pyramideneffekt**" läßt sich dabei durch den Einsatz stimmrechtsloser Vorzugsaktien noch verstärken, so daß insgesamt eine Konzernstruktur entstehen kann, bei der die Stimmrechtsmacht im wesentlichen bei der Konzernmutter, die Ergebnisbeteiligung, aber auch das unternehmerische Risiko, dagegen im wesentlichen bei den außenstehenden Gesellschaftern der Konzernunternehmen liegen⁶⁰. Dies mag folgendes Beispiel verdeutlichen: A ist mit einem Kapital von 51 an der Konzernmutter beteiligt; B hält einen Anteil von 49. Die Konzernmutter gründet unter Verwendung ihres Eigenkapitals von 100 eine Tochtergesellschaft und nimmt einen außenstehenden Gesellschafter C mit einem Kapital von 90 auf. Auf die gleiche Weise verfährt die Tochter, indem sie eine Enkelgesellschaft mit einem Kapital von 100 gründet und einen außenstehenden Gesellschafter mit einem Kapital von 90 hereinnimmt. A regiert dann mit einem Kapital von 51 den Konzern mit einem nominellen Gesamtkapital von 480. Die Stimmrechtsherrschaft des A wird zusätzlich verstärkt, wenn C und D stimmrechtslose Vorzugsaktien halten. A gelangt in den Genuß risikofreier Herrschaft. Ein derartiges Auseinanderfallen von Stimmrechtsmacht einerseits und Ergebnisbeteiligung andererseits kann aber zu erheblichen Gefahren und falschen Anreizen führen⁶¹. Das Interesse des in der Konzernmutter stimmberechtigten A an einer Unternehmenswertmaximierung ist bei dieser Konzernstruktur gemindert. Der Anreiz, außergesellschaftliche Investments oder Interessen zu fördern oder sich auf Kosten der vermögensmäßig Beteiligten Sondervorteile zu verschaffen, steigt.

Die Gefahr **risikoloser Herrschaft** wurde bereits vom Gesetzgeber des AktG 1937 gesehen, allerdings nur im Zusammenhang mit der Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien. Die Bestimmung des § 139 Abs. 2 AktG,

wonach der Nennwert der ausgegebenen Vorzugsaktien den Gesamtnennwert der Stammaktien der Gesellschaft nicht übersteigen darf, soll ausschließen, daß "die Stammaktionäre mit dem ihnen allein zustehenden Stimmrecht die Gesellschaft beherrschen, ohne sich an der Aufbringung des Kapitals ausreichend zu beteiligen"⁶². Diese vom Gesetzgeber als unerwünscht erkannte Gefahrenlage läßt sich auch auf Konzernebene durch Ausnutzen des "Pyramideneffekts" auf die oben dargestellte Weise verwirklichen. Im hier geschilderten Beispiel fallen Stimmrechtsmacht und Ergebnisbeteiligung in weitaus größerem Maße auseinander, als dies etwa die Bestimmung des § 139 Abs. 2 AktG auf der Ebene des Einzelunternehmens zuläßt. Die Quotenregelung des § 139 Abs. 2 AktG kann durch das Einschalten rechtlich selbständiger Tochter- und Enkelgesellschaften und zusätzlich durch die Begebung stimmrechtsloser Vorzugsaktien auf jeder Ebene ausgeschaltet werden. Ein gesetzlicher Konsolidierungszwang besteht de lege lata allerdings nicht. Es besteht allenfalls (aus der Sicht der Konzernspitze) die Gefahr, daß der Kapitalmarkt derartige Finanzierungsstrategien erkennt und die entsprechenden Papiere mit einem entsprechenden Abschlag bewertet.

III. Verdeckte Sacheinlagen und Nachgründung im Konzern

1. Verdeckte Sacheinlagen

a. Strenge Anforderungen bei Sachgründung und -kapitalerhöhung

Bei der Eigenkapitalfinanzierung stellen sowohl das Aktienrecht als auch das GmbH-Recht besondere Anforderungen an die Finanzierungssorgfalt der Gründer, wenn deren Einlagen nicht in bar, sondern in Form von Sacheinlagen erbracht werden sollen (**Sachgründung**).

Im **Aktienrecht** müssen Sacheinlagen grundsätzlich bereits im Zeitpunkt der Registeranmeldung eingebracht sein, § 36a Abs. 2 AktG. Sie müssen vollwertig sein, d.h. ihr Wert muß dem Wert des Nennbetrags, im Fall der Überpari-Emission zuzüglich des Aufgelds entsprechen, § 36a Abs. 2 Satz 3 AktG. Die Sachgründung ist eine qualifizierte Gründung. Als solche muß sie in der Satzung ausgewiesen sein, § 27 Abs. 1 Satz 1 AktG, und im Gründungsbericht berücksichtigt werden, § 32 Abs. 2 AktG. Die Sachgründung löst eine Gründungsprüfung aus, § 33 Abs. 2 Nr. 4 AktG. Ist

die Sacheinlage nicht vollwertig, so ist der Einlegende zur Deckung der Wertdifferenz in bar verpflichtet. Risiken ergeben sich dabei insbesondere aus den Bestimmungen des § 27 Abs. 1 und 3 AktG. Danach müssen in der Satzung festgesetzt werden: Der Gegenstand der Sacheinlage oder Sachübernahme, die Person, von der die Gesellschaft den Gegenstand erwirbt, und der Nennbetrag der bei der Sacheinlage zu gewährenden Aktien oder die bei der Sachübernahme zu gewährende Vergütung. Ohne diese Festsetzungen sind Verträge über Sacheinlagen und Sachübernahmen und die Rechtshandlungen zu ihrer Ausführung der Gesellschaft gegenüber unwirksam. Dies bedeutet Weiterbestehen der Bareinlageverpflichtung. Auch bei Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlagen gelten gemäß §§ 183, 194, 205 AktG ähnlich strenge Anforderungen: Erforderlich sind entsprechende Festsetzungen wie bei der Sachgründung im Kapitalerhöhungsbeschluß. Bei deren Fehlen ist die Sacheinlage unwirksam, und die Bareinlageverpflichtung besteht fort. Auch bei der Sachkapitalerhöhung ist ein Prüfungsverfahren vorgesehen.

Ähnliche Regeln gelten im **GmbH-Recht**, §§ 5 Abs. 4, 19 Abs. 5, 56 GmbHG. Erforderlich ist die Festsetzung des Gegenstands der Sacheinlage und des Betrags der Stammeinlage, auf die sich die Sacheinlage bezieht, im Gesellschaftsvertrag oder im Kapitalerhöhungsbeschluß. Die Gesellschafter haben bei der Sachgründung einen Sachgründungsbericht aufzustellen.

Der **Zweck** dieser strengen Regeln besteht darin, Gläubiger und Anteilseigner vor den Risiken unzureichender Kapitalaufbringung zu schützen. Das Gesellschaftsvermögen ist im Vergleich zur Bargründung oder Barkapitalerhöhung gefährdet, weil mit der Leistung von Gegenständen gerechnet werden muß, die nicht einlagefähig, nicht werthaltig oder überbewertet sind.

b. Umgehung der Vorschriften über die Sacheinlage

Die strengen Regeln über die Sachgründung und Sachkapitalerhöhung (Feststellung in der Satzung oder im Kapitalerhöhungsbeschluß; Gründungsprüfung; Differenzhaftung des Einlegers) erfreuen sich in der Praxis nur geringer Beliebtheit. Sie werden insbesondere im Zusammenhang mit Kapitalerhöhungen als lästig empfunden; denn sie verlängern den Vorgang der Gründung oder Kapitalerhöhung, setzen erhebliche Informationen an

den Prüfer voraus und verursachen zusätzliche Kosten. Der Anreiz zur **Umgehung der Vorschriften über die Sacheinlage** liegt auf der Hand. Diese genießen daher Umgehungsschutz. Eine Bareinlage, die der Sache nach eine Sacheinlage darstellt, ist als "verdeckte" oder "verschleierte Sacheinlage" verboten und unwirksam. Um eine solche verdeckte Sacheinlage handelt es sich beispielsweise, wenn der Gesellschafter eine Bareinlage verspricht und diese mit der Maßgabe leistet, daß die Gesellschaft den eingezahlten Betrag alsbald an ihn zurückzahlt, um von ihm Sachen oder Rechte zu erwerben. Auch durch Leistung an Erfüllung Statt oder durch Verrechnungen kann sich aus einer geschuldeten Bareinlage ein Sacheinlageeffekt ergeben⁶³. Allgemein wird von einer verdeckten Sacheinlage gesprochen, wenn der wirtschaftlich einheitliche Vorgang der Sacheinlage in rechtlich getrennte Geschäfte aufgespalten wird, von denen eines eine Bareinlage zu sein scheint, während das andere dem Abfluß der Geldmittel bei der Gesellschaft und zugleich der Annahme anderer Vermögensgegenstände als der Leistung auf die Einlageschuld dient⁶⁴. Einzelne Tatbestandsmerkmale einer verdeckten Sacheinlage sind streitig⁶⁵. Nicht erforderlich ist aber jedenfalls eine spezielle Umgehungsabsicht. Z.T. wird allerdings das Bewußtsein der Parteien verlangt, daß mit der Transaktion der wirtschaftliche Zweck einer Sacheinlage erreicht wird. Die Parteiabrede müsse inhaltlich darauf gerichtet sein, den wirtschaftlichen Erfolg herbeizuführen⁶⁶. Verlangt wird daneben ein zeitlicher und sachlicher Zusammenhang zwischen dem "Bar"einlagegeschäft und dem Erwerbsgeschäft⁶⁷.

Die **Rechtsfolgen** verdeckter Sacheinlagen sind als für den Einleger "katastrophal" bezeichnet worden⁶⁸. Denn die Rechtsfolgen verschleierter Sacheinlagen sind dieselben wie bei unwirksamer offener Sacheinlage. Folge dessen ist bei der AG die Fortdauer der Geldleistungspflicht gemäß § 27 Abs. 3 Satz 3 AktG im Konkurs⁶⁹. Eine Heilung ist gegebenenfalls durch eine Nachgründung unter Beachtung der Vorschriften des § 52 AktG möglich (dazu auch unten 2.). Auch bei der GmbH bleibt die Bareinlagepflicht in voller Höhe des Umgehungsgeschäfts bestehen. Es ist also ohne Rücksicht auf bereits erbrachte Leistungen noch einmal zu zahlen. Der Gesellschafter hat lediglich einen Bereicherungsanspruch auf den eingebrachten Gegenstand⁷⁰. Gleiches gilt jeweils bei der Kapitalerhöhung, §§ 183 Abs. 2 AktG, 56 Abs. 2 GmbHG.

c. Besonderheiten im Konzern

Der **Tatbestand** der Umgehung der Vorschriften über die Sachgründung oder die Sachkapitalerhöhung kann sich über mehrere Stationen hin entwickeln und auch im Konzern eine Rolle spielen. Dies mögen folgende Beispiele⁷¹ verdeutlichen:

(1) Aktionär A nimmt an einer Kapitalerhöhung teil und leistet seine Einlage in bar. Die AG stattet mit der Einlage ihre Tochter T aus. Diese tilgt dann eine bestehende Verbindlichkeit gegenüber dem A. A hätte seine Forderung als Sacheinlage bei der AG einbringen müssen.

(2) Die Aktiengesellschaft A ist am Unternehmen des B interessiert, das für 10 Mio. DM verkauft werden soll. In gleicher Höhe ist B bereit, Aktien der A zu übernehmen. Um den Bewertungsschwierigkeiten auszuweichen, wird eine Barkapitalerhöhung von 10 Mio. DM beschlossen, die B zeichnet. Gleichzeitig kauft die Tochtergesellschaft T der A von B das Unternehmen für 10 Mio. DM und zahlt. Anschließend zahlt B auf seine Einlagen bei A.

Die zuletztgenannte Konstellation bietet praktische Schwierigkeiten. In der Rechtsprechung besteht zwar eine Tendenz, die Konzerngesellschaften in das Regelungskonzept einzelner Normen, die die Kapitalerhaltung oder den Aktionärsschutz bezwecken, einzubeziehen⁷², jedoch hatten bislang nur das Reichsgericht⁷³ und das LG Mainz⁷⁴ über Zahlungen "im Dreieck", über eine Tochtergesellschaft, zu entscheiden. Sie haben dabei keinen Zweifel daran aufkommen lassen, daß auch diese Gestaltung eine verdeckte Sacheinlage sein kann. Die Gestaltungsmöglichkeiten im Konzern sind von ganz ähnlicher Struktur wie bei der verdeckten Sacheinlage im Einzelunternehmen. Dort kann das Sacheinlagegeschäft in ein Bar- und ein Umsatzgeschäft aufgeteilt werden, ohne daß sich für die Beteiligten dabei selbst etwas ändert. Durch den Konzern tritt die Möglichkeit einer weiteren Aufspaltung hinzu: auch hier wird aufgespalten, aber nicht die ihr Kapital erhöhende Gesellschaft erwirbt das fragliche Gut im Rahmen eines - scheinbar - isolierten Rechtsgeschäfts, sondern eine Tochtergesellschaft. Hierfür können allerdings auch vernünftige Gründe sprechen. Deswegen gebietet bei derartigen Gestaltungen im Konzernverbund, bei der Frage der Verlängerung des Umgehungstatbestands in den Konzern, das gesellschaftsrechtliche Trennungsprinzip eine gewisse Zurückhaltung⁷⁵. Während im Verhältnis zwischen Aktionär und AG bereits im wesentlichen die objektive sachliche und zeitliche Nähe der Vorgänge die Umqualifizierung der Bareinlage in eine - wirkungslose - Sacheinlage oder Aufrechnung

rechtfertigen mag⁷⁶, ist diese objektive Formulierung der Gesetzesumgebung in Konzernsachverhalten mit noch größerer Zurückhaltung anwenden als beim Einzelunternehmen. Denn für die einzelnen Gesellschaften im Konzernverbund gilt das Trennungsprinzip; d.h. der Anspruch jeder Gesellschaft auf rechtlich und wirtschaftlich selbständige Behandlung. In diese von der Rechtsordnung zur Verfügung gestellte unternehmerische Gestaltungsfreiheit ist das Recht der Kapitalsicherung einzupassen. So kann es etwa im Beispiel (2) durchaus unternehmerisch vernünftig und wirtschaftlich gewollt sein, daß die operativ tätige T, die im Alleinbesitz ihrer Holding bleiben soll, das Unternehmen des B erwirbt, während die Holdinggesellschaft mit einer Kapitalerhöhung die Finanzierung des Vorgangs sicherstellt. Dann besteht kein Anlaß zur Umqualifizierung dieser Transaktion in eine - unwirksame - Sacheinlage, auch nicht, wenn sich die Parteien bewußt waren, daß diese den wirtschaftlichen Erfolg einer Sacheinlage herbeiführt. Ein taugliches Korrektiv bietet jedenfalls *hier* die subjektive Komponente: Es muß *hier*, d.h. im Konzernverbund, also in höherem Maße auf die Pläne der Beteiligten und ihre Möglichkeiten zu einem wirtschaftlich sinnvollen Alternativverhalten ankommen. Nicht zu beanstanden wäre es demnach, wenn im Beispiel (2) das Unternehmen des B künftig tatsächlich von T geführt werden soll, während B nicht an der Untergesellschaft T, sondern an deren Obergesellschaft A beteiligt sein soll und will. Werden im Konzern die Einheitlichkeit des Vorgangs und die dafür maßgeblichen Gründe offengelegt und einer entsprechenden Kontrolle zugänglich gemacht, ist das Risiko der Umqualifizierung in eine "verdeckte Sacheinlage" gering oder gar ausgeschlossen, sofern sich keine konkrete Umgehungs*absicht* der Parteien nachweisen läßt.

2. Nachgründung

Dem Schutz der Sachgründungsvorschriften vor Umgehung und damit letztendlich der Sicherung der Kapitalaufbringung dienen im Aktienrecht auch die Bestimmungen über die **Nachgründung**. § 52 AktG bindet die Vertretungsmacht des Vorstands für entsprechende Verträge an die Zustimmung der Hauptversammlung und unterwirft Nachgründungsvorgänge ähnlichen Anforderungen, wie sie nach §§ 27, 32 ff. AktG für die Sachgründung gelten. Nach § 52 Abs. 1 AktG werden Verträge der Gesellschaft, nach denen sie vorhandene oder herzustellende Anlagen oder andere

Vermögensgegenstände für eine den zehnten Teil des Grundkapitals übersteigende Vergütung erwerben soll, und die in den ersten zwei Jahren seit der Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister geschlossen werden, nur mit Zustimmung der Hauptversammlung und durch Eintragung in das Handelsregister wirksam. Ansonsten sind auch die Rechtshandlungen zu ihrer Ausführung unwirksam. Der Hauptversammlungsbeschluß bedarf dabei einer Mehrheit von mindestens drei Vierteln des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals. Wie bei der Sachgründung hat eine Gründungsprüfung stattzufinden. Nach herrschender Auffassung gilt § 52 AktG entsprechend bei der Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen, sofern die AG noch nicht länger als zwei Jahre im Handelsregister eingetragen ist⁷⁷.

Im Konzern ergeben sich im Zusammenhang mit den Nachgründungsvorschriften grundsätzlich keine Besonderheiten. Entsprechend dem gesellschaftsrechtlichen Trennungsprinzip sind Nachgründungsvorgänge in jeder konzernangehörigen Gesellschaft isoliert zu betrachten. Sollen die restriktiven Nachgründungsvorschriften vermieden werden, bietet sich bei entsprechenden Umstrukturierungen im Konzern (Ausgliederung oder Spaltung) anstelle der Neugründung einer AG der Kauf eines AG-Mantels an. Nimmt die Konzernmutter, etwa eine neugegründete Holdinggesellschaft, ein die Voraussetzungen des § 52 Abs. 1 AktG erfüllendes Erwerbsgeschäft vor, so ist als Berechnungsgrundlage für die Frage der Anwendbarkeit der Nachgründungsvorschriften (§ 52 Abs. 1 Satz 1 AktG) nicht etwa das Grundkapital des Gesamtkonzerns, sondern allein das Grundkapital der Konzernmutter heranzuziehen. Gleiches gilt für Nachgründungsvorgänge in Tochtergesellschaften. In diesen Fällen ist die Erlangung der erforderlichen Hauptversammlungszustimmung unproblematisch, wenn die Konzernmutter über die Dreiviertelmehrheit in der Tochter verfügt.

Gründet eine AG im Zweijahreszeitraum des § 52 AktG eine Tochtergesellschaft, so wird dieser Beteiligungserwerb - jedenfalls bei einer 100%-Tochter - nicht von § 52 AktG erfaßt. Dagegen können spätere Erwerbsvorgänge in der Tochtergesellschaft selbst, die ihrerseits wiederum, bezogen auf das Grundkapital der Muttergesellschaft, die Schwelle des § 52 AktG überschreiten würden, zustimmungs- und eintragungspflichtig nach dieser Vorschrift sein.

IV. Gläubigerschutz gegen Mehrfachbelegung

1. Gläubigergefährdung durch "Teleskop-" und "Pyramideneffekt"

Die Finanzierungseffekte bei Beteiligungslagen und im Konzern begründen namentlich für die Gläubiger des herrschenden Unternehmens besondere Kreditrisiken. Insbesondere kann durch die Konzernstruktur die Finanzierung so verdunkelt werden, daß sich die Gläubiger nur schwer ein zutreffendes Bild verschaffen können. Aus der **Durchleitung von Eigenkapital** ergeben sich der "Teleskopeffekt" und der "Pyramideneffekt". Hinsichtlich des letzteren unterscheidet man zwischen der Eigenkapital-, der Kredit- und der Kreditsicherheitenpyramide⁷⁸. Beteiligt sich eine Gesellschaft an einer anderen, so entsteht unabhängig von deren Rechtsform und unabhängig vom Bestehen einer einheitlichen Konzernleitung eine teilweise oder eine vollständige Eigenkapitalpyramide. Auch dies mag ein Beispiel⁷⁹ verdeutlichen: Hat eine GmbH ein Stammkapital von 50 TDM, gründet sie eine Tochtergesellschaft mit ebenfalls 50 TDM und zahlt dort ein, und wiederholt sich dasselbe bei der Tochtergesellschaft, so bestehen drei GmbHs mit einem nominellen Vermögen von je 50 TDM. Das Eigenkapital des Konzerns beträgt bei konsolidierter Betrachtung jedoch nicht 150 TDM, sondern nur 50 TDM. Nehmen aufgrund dieser Eigenkapitalpyramide die einzelnen Konzernunternehmen Fremdkapital auf, so entsteht eine Kreditpyramide: Dasselbe Kapital wird mehrfach als Kreditunterlage verwendet, nämlich sowohl bei der beteiligten Gesellschaft als auch bei den Beteiligungsunternehmen. Ebenso kann dasselbe Kapital auch mehrfach als Unterlage für Kreditsicherheiten dienen. Bei Darlehen werden die Beteiligungen an den Konzernunternehmen verpfändet und Gegenstände aus dem Vermögen der beherrschten Konzernunternehmen als Kreditsicherheit gegeben. Für Kredite an beherrschte Konzernunternehmen verspricht das herrschende Unternehmen einzustehen. Auf diese Weise entsteht eine Kreditsicherheitenpyramide⁸⁰. Diese durch die Verschachtelung der einzelnen Konzerngesellschaften eröffneten Möglichkeiten bei der Finanzierungs-gestaltung können spezifische Gläubigerrisiken bewirken: So kann die Muttergesellschaft bei abhängigen Tochtergesellschaften - auch fremdfinanziertes - Eigenkapital schaffen, ohne daß sich bei konsolidierter Betrachtung das Eigenkapital *des Konzerns* erhöht. Hat die Obergesellschaft die Einlage mit Eigenkapital finanziert, so ist dies zwar für die Gläubiger des Tochterunternehmens zunächst nicht von Belang. Anders verhält es sich

jedoch bei den Gläubigern des Mutterunternehmens. Das bei der beteiligten Gesellschaft als Eigenkapital eingezahlte und durchgeleitete Kapital steht für die Gläubiger nur einmal zur Verfügung ("Teleskopeffekt"). Im Beteiligungskonzern dient das Eigenkapital der Muttergesellschaft bei ihr und nochmals bei der Tochtergesellschaft als Kreditunterlage. Dasselbe Kapital wird insofern mehrfach belegt, was zur Folge haben kann, daß Verluste beim Beteiligungsunternehmen die gesamte "Kreditpyramide" zusammenbrechen lassen⁸¹. Verluste bei der Enkelgesellschaft mindern das Kapital der Tochter und diese wiederum mindern das Kapital der Muttergesellschaft. "Jede Mark Verlust bei der Enkelgesellschaft führt zum Verlust von drei Mark Buch-Eigenkapital im Konzern"⁸². Hieran wird deutlich, daß auch Bürgschaften, Garantien oder Patronatserklärungen des herrschenden Unternehmens dann nur begrenzten Wert haben. Wurde die Beteiligung der Konzernmutter an ihrer Tochtergesellschaft fremdfinanziert, so wird dieses Fremdkapital aufgrund der Durchleitung sogar zur Kreditunterlage für die Gläubiger des Beteiligungsunternehmens. Für die Gläubiger des Mutterunternehmens ist die Kenntnis von Bedeutung, daß auf Basis ihres Kredits an die Konzernmutter bei Tochtergesellschaften (weiteres) Kapital aufgenommen wurde. Dies wird für die Gläubiger der Konzernmutter jedoch nicht ersichtlich, wenn das Mutterunternehmen nur seine eigene Bilanz veröffentlicht, in der zwar der Buchwert der Beteiligung an dem Tochterunternehmen erscheint, nicht jedoch dessen Verschuldung⁸³.

Eine **Gefährdung der Gläubiger des Mutterunternehmens** ergibt sich desweiteren aus folgendem Umstand: Wird das von der Konzernmutter aufgenommene Fremdkapital als Eigenkapital an die Tochter weitergeleitet, ohne daß auch das betreffende Vertragsverhältnis mit der finanzierenden Bank auf die Tochter übertragen wird, dann kann der betreffende Fremdkapitalgeber lediglich auf die Beteiligung an der Tochter als Haftungsobjekt zugreifen. Hier tritt er jedoch in Konkurrenz zu deren Gläubigern, die unmittelbar auf die Aktiva der Tochter zugreifen können. Insofern wird die Gläubigerbank der Konzernmutter nachrangig befriedigt. Anders als in den besonders geregelten Fällen der Abspaltung oder Ausgliederung von Vermögensteilen (vgl. § 133 UmwG) gibt es hier, von Ausnahmegestaltungen abgesehen⁸⁴, für die Gläubiger der Konzernmutter keine gesetzliche Sicherung.

2. Gläubigerschützende Mechanismen

a. Gläubigerschutz durch Transparenz

Die **gesetzlichen Vorschriften über das Mindestkapital** berücksichtigen die Beteiligungs- und die Konzernlage nicht, so daß, wer einem Konzernunternehmen Kredit gewährt, grundsätzlich darauf verwiesen ist, sich über die spezifischen Risiken aus den Konzernverbindungen seines Gläubigers zu informieren. "Der ordentliche Kreditgeber denkt und handelt konsolidiert"⁸⁵. So verpflichtet etwa das KWG die Kreditinstitute bei Kreditgewährungen ab einer gewissen Höhe, sich sowohl den Einzelabschluß als auch den Konzernabschluß vorlegen zu lassen. Hieraus sollen das Gesamtkapital und die Gesamtverschuldung aller Konzernunternehmen ermittelt werden.

Der Gesetzgeber hat die einheitliche (konsolidierte) **Konzernrechnungslegung** in §§ 290 ff. HGB geregelt⁸⁶. Der nach Maßgabe des § 290 Abs. 1 HGB aufzustellende Konzernabschluß umfaßt die Konzernbilanz, die Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung und den Konzernanhang, § 297 Abs. 1 HGB. Der Konzernabschluß soll unter Beachtung der Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Konzerns vermitteln. Außerdem ist ein Konzernlagebericht zu erstellen, in dem der Geschäftsverlauf und die Lage des Konzerns so darzustellen sind, daß ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild vermittelt wird, § 315 Abs. 1 HGB. Die Vorschriften über die Konzernrechnungslegung beruhen auf der Fiktion der wirtschaftlichen Einheit aller Konzernunternehmen. Bezweckt wird damit neben der verbesserten Information der Aktionäre und der Öffentlichkeit primär die der Gläubiger. Im Konzernabschluß werden alle schuldrechtlichen und vermögensrechtlichen Beziehungen und Verpflichtungen *innerhalb* des Konzerns außer Acht gelassen. So werden etwa keine Forderungen eines Konzernunternehmens an ein anderes bilanziert. Maßgeblich ist allein die Darstellung der Vermögens- und Ertragslage des Konzerns *als Ganzem* im Verhältnis zur Außenwelt. Demgemäß wird in der Konzernbilanz zum einen die Gesamtverschuldung *des Konzerns*, aufgegliedert nach den einzelnen Kategorien von Verbindlichkeiten, gegenüber Dritten aufgezeigt. Zum anderen wird das Gesamteigenkapital *des Konzerns* ausgewiesen.

Der Gläubigerschutz durch Information ist jedoch häufig nicht hinreichend⁸⁷. Der Kreis der Unternehmen, die von Gesetzes wegen einen Kon-

zernabschluß aufzustellen haben, ist zu eng. Desweiteren lassen sich die unmittelbaren und mittelbaren Beteiligungslagen, die Gruppen- und Konzernbeziehungen auch aus dem Konzernabschluß nicht immer vollständig ermitteln. Dies gilt nicht nur für Kreditinstitute, sondern erst recht für Warenkreditgeber.

b. Gläubigerschutz durch Vertragsgestaltung

Ein gewisser Gläubigerschutz läßt sich auch durch entsprechende **Vertragsgestaltung und Besicherung** in Form von konzernbezogenen Vertragsbestimmungen, die der Gliederung des Schuldners Rechnung tragen sollen, erreichen. Neben den in diesem Bereich üblichen Vertragsbestimmungen wie Konzernverrechnungsklauseln, Konzernvorbehalten, konzernbezogenen Negativklauseln bei Anleihen, konzernbezogenen cross-default-Klauseln etc., sind etwa in Kreditverträgen mit Konzernunternehmen Klauseln denkbar, nach denen der Kreditbetrag weder als Eigenkapital für eine Tochtergesellschaft verwendet noch als konzerninternes Darlehen weitergeleitet werden darf⁸⁸. Aber auch die Möglichkeiten vertraglicher Vorsorge sind notwendigerweise unzureichend. Denn insbesondere Kleingläubiger sind oftmals nicht in der Lage, alle Finanzierungseffekte im Beteiligungskonzern zu überblicken und sie vertraglich aufzufangen.

c. Mindestkapitalisierung im Konzern?

Ein **erhöhtes starres Mindestkapital** beim herrschenden Unternehmen, durch das sich das Kapitalstrukturrisiko im Beteiligungskonzern gesellschaftsrechtlich auffangen ließe, sieht das geltende Recht nicht vor⁸⁹. Es besteht keine ausdrückliche allgemeine Verpflichtung, aufgrund einer Konzernbeteiligung das Eigenkapital zu erhöhen. Die Gruppen- oder Konzernbildung durch Beteiligungserwerb oder Tochtergründung kann sowohl durch das gebundene Vermögen als auch durch Rücklagen oder durch Fremdkapital finanziert werden. Ob die Gesellschafter des Mutterunternehmens jedoch vollständig von jeglicher Verpflichtung, für erhöhte Risiken Vorsorge zu treffen, entbunden sind⁹⁰, wird im rechtswissenschaftlichen Schrifttum gelegentlich bezweifelt. *U.H. Schneider* hält diesbezüglich sogar eine spezielle "Sicherheits-" oder "Sonderrücklage" für Konzernbeteiligungen beim herrschenden Unternehmen für rechtlich zwingend⁹¹. Schon nach geltendem Recht habe jedenfalls in demjenigen Konzern, der sich auf jeder Stufe fremdfinanziert, das herrschende Unternehmen

durch eine "Sonderrücklage" das erhöhte Kapitalstrukturrisiko zu neutralisieren. Zur Begründung hierfür wird eine Parallele zu den Regeln über den Erwerb eigener Aktien (§§ 71 Abs. 2 Satz 2 AktG, 272 Abs. 4 HGB) gezogen. Diese Begründung ist allerdings deswegen nur bedingt tragfähig, weil es sich bei einer Konzernbeteiligung, anders als bei eigenen Anteilen, um einen wirklichen Wert im Aktivvermögen handelt. De lege lata dürfte sich eine Verpflichtung zur Bildung entsprechender "Sicherheits-" oder "Sonderrücklagen" bei Konzernbeteiligungen deshalb nicht begründen lassen. Auch beruht das Risiko für die Gläubiger hier nicht in erster Linie auf der Beteiligung an sich, sondern auf deren möglicher Fremdfinanzierung. Insofern bieten Publizitätsvorschriften am ehesten einen tauglichen Ansatzpunkt für den Gläubigerschutz. Insgesamt haben die in der Literatur entwickelten "Grundsätze ordnungsgemäßer Konzernfinanzierung" noch keine allgemeine Aufnahme und Anerkennung durch die Rechtsprechung erfahren, so daß - abgesehen von krassen Mißbrauchsfällen - Gläubiger konzernverbundener Unternehmen auf den Schutz durch Publizität nach §§ 290 ff. HGB und vertragliche Vorkehrungen angewiesen sind.

V. Gesellschaftsrechtliche Fragen der Börseneinführung und des Delisting von Tochtergesellschaften

Die **Börseneinführung einer Tochtergesellschaft** und damit die Möglichkeit des Zugangs zum organisierten Kapitalmarkt (zwecks Beteiligung Außenstehender) setzt die börsliche Handelbarkeit der betreffenden Unternehmensanteile voraus. GmbH-Anteile und Anteile an Personenhandelsgesellschaften genügen dieser Anforderung nicht, so daß die beabsichtigte Börseneinführung die vorherige Einbringung der hierfür vorgesehenen Vermögensteile in eine Tochtergesellschaft in der Rechtsform der AG oder KGaA oder gegebenenfalls die entsprechende Umwandlung eines bereits bestehenden Tochterunternehmens erforderlich macht. Bei diesen vorbereitenden Maßnahmen handelt es sich um Rechtsgeschäfte, die stets in die Zuständigkeit der Anteilseigner fallen.

Die Rechtsfragen der Gründung einer Aktiengesellschaft oder der Umwandlung in eine solche sind hier nicht zu behandeln. Gleiches gilt für die börsenrechtlichen Fragen der Einführung von Aktien in den Börsenhandel. Die folgende Darstellung beschränkt sich auf die gesellschaftsrechtlichen,

d.h. hier ausschließlich aktienrechtlichen, Problemstellungen im Zusammenhang mit der Börseneinführung von Tochtergesellschaften. Im Vorfeld einer Börseneinführung von Konzerntöchtern stellt sich insofern zunächst die Frage, wer im Konzern oder gesellschaftsintern über den Börsengang entscheidet. Daneben ergeben sich gesellschaftsrechtliche Fragestellungen auch im Zusammenhang mit der Finanzierung des Börsengangs.

1. Zuständigkeit für die Entscheidung über den Börsengang einer Konzerntochter

Die technische Durchführung der Börseneinführung obliegt zweifellos dem Vorstand der einzuführenden Aktiengesellschaft. Dies gilt jedoch nicht für die Entscheidung über das "Ob" des going public. Diesbezüglich können innerhalb der Gesellschaft **unterschiedliche Interessen** bestehen: Die Geschäftsleitung des betreffenden Unternehmens mag wegen der Steigerung des Bekanntheitsgrades, des Standings des Unternehmens und der Finanzierungsmöglichkeiten ein großes Interesse an der Börseneinführung haben. Dasselbe gilt für veräußerungswillige Altaktionäre, wohingegen andere Altaktionäre ein Schwinden ihres Einflusses auf die Gesellschaft befürchten müssen. Im Konzernverbund treten die Interessen der Anteilseigner der Muttergesellschaft hinzu. Ihnen droht durch ein going public eines Tochterunternehmens mittelbar die Verwässerung ihres Anteilsbesitzes an der Konzernmutter⁹².

Sollen die zur Börseneinführung erforderlichen Aktien durch **Erhöhung des Grundkapitals der Tochter** geschaffen werden, dann entscheidet hierüber - und damit mittelbar auch über die Börseneinführung selbst - die Hauptversammlung mit satzungsändernder Mehrheit, § 182 Abs.1 Satz 1 AktG. Außer bei stimmrechtslosen Vorzugsaktien kann die Satzung auch eine einfache Kapitalmehrheit genügen lassen, § 182 Abs. 1 Satz 2 AktG. Damit liegt die Entscheidungsbefugnis über den Börsengang eines Tochterunternehmens, die entsprechende Mehrheit der Obergesellschaft vorausgesetzt, faktisch bei deren Vorstand. Zu beachten ist allerdings, daß bei Kapitalerhöhungen in einem Tochterunternehmen auf der Grundlage der "Holzmüller-Entscheidung" des BGH (dazu oben II.1.c.) eine ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit nach § 119 Abs. 2 AktG bestehen kann; ist die Obergesellschaft eine GmbH, so ist § 49 Abs. 2 GmbHG zu beachten (vgl. oben II.1.c.). Bei Vorliegen der in dieser Entscheidung aufgestellten Voraussetzungen liegt die Entscheidungsbefugnis über die

Börseneinführung eines Tochterunternehmens bei der Hauptversammlung der Konzernmutter.

Problematischer ist die Frage der Entscheidungszuständigkeit, wenn die Verwaltung der einzuführenden Konzerntochter zusammen mit einem Teil der Aktionäre oder einem Großaktionär (d.h. der Konzernspitze), die ihre Aktien ganz oder teilweise zur Verfügung stellen, die Börseneinführung betreibt. Voraussetzung hierfür ist zunächst, daß die Aktien der Gesellschaft nicht vinkuliert sind. Eine **Kapitalerhöhung unterbleibt**. Eine Hauptversammlungszuständigkeit nach § 182 AktG besteht damit nicht. Bei der Börseneinführung einer konzernangehörigen Gesellschaft stellt sich somit die Frage, ob bei Vorhandensein außenstehender Minderheitsaktionäre diese die Entscheidung ihres Vorstands, der wiederum auf Weisung der Muttergesellschaft und Mehrheitsaktionärin handelt, hinnehmen müssen, oder ob sie eine Entscheidung der Hauptversammlung verlangen können, was bei Vorliegen der entsprechenden Voraussetzungen (§ 243 AktG) zur Anfechtbarkeit der Entscheidung über den Börsengang führen kann. Der Gang an die Börse ändert regelmäßig den Charakter der Gesellschaft, stellt eine Strukturveränderung im Sinne der "Holzmüller-Entscheidung" dar. Hatte sie bis dahin einen eher geschlossenen, etwa personen- oder familienbezogenen, Charakter, so wird sie mit dem going public zur Publikumsgesellschaft. Mit dem Gang an die Börse wachsen die Publizitätsanforderungen an die Gesellschaft. Neben die handelsrechtlichen Publizitätsvorschriften treten diejenigen nach BörsG und WpHG. Auch gesellschaftsrechtliche Vorschriften unterscheiden zunehmend zwischen börsennotierten und sonstigen Gesellschaften. Ergeben daher Vorgespräche zwischen der Verwaltung und den Aktionären, daß nicht alle Aktionäre mit dem going public einverstanden sind, oder werden nicht alle Aktionäre erreicht und enthält auch die Satzung keine vorsorgliche Regelung, so wird aufgrund der vorstehenden Erwägungen ein förmlicher Hauptversammlungsbeschluß über den beabsichtigten Börsengang erforderlich sein⁹³. Erst danach können die entsprechenden Verträge mit dem Emissionskonsortium geschlossen und die Anträge zur Börsenzulassung gestellt werden. Der Beschluß über den Gang an die Börse hat grundsätzlich keinen satzungsändernden Charakter. Er bedarf also im Regelfall nur der einfachen Mehrheit.

Im Konzern tritt dabei wiederum die Besonderheit hinzu, daß auch die **Gesellschafter der Muttergesellschaft** vom going public einer Tochter berührt sein können. Die Beteiligungsveräußerung durch die Konzernmutter,

der Eintritt neuer Aktionäre in die Tochtergesellschaft und damit die Mediatisierung ihres Einflusses auf diese, kann die Zuständigkeit der Hauptversammlung der Obergesellschaft nach den Grundsätzen der "Holzmüller-Entscheidung" begründen (dazu oben II.1.b.). Ist herrschendes Unternehmen eine GmbH, so kann eine Mitwirkung ihrer Gesellschafterversammlung sich aus § 49 Abs. 2 GmbHG ergeben (dazu oben II.1.c.).

2. Finanzierung des Börsengangs

a. Aktien aus dem Bestand der Konzernmutter

Stellt die Konzernmutter die **Aktien für den Börsengang aus ihrem eigenen Bestand** zur Verfügung und reichen diese, ohne daß die Konzernmutter ihre (satzungsändernde oder einfache) Mehrheit in der Tochter verliert, mengenmäßig für die Börsenzulassung aus⁹⁴, so ergeben sich rechtliche Probleme allenfalls bei einem "Überschuß" und bei Vorhandensein von Minderheitsaktionären: Wollen die Aktionäre mehr Aktien veräußern als das Emissionskonsortium akzeptiert, stellt sich die Frage, ob die Mehrheit (die Konzernobergesellschaft) diesen Betrag für sich allein in Anspruch nehmen kann, oder ob die außenstehenden Aktionäre eine pro-rata Berücksichtigung verlangen können. Die Frage ist im Hinblick auf den Gleichbehandlungsgrundsatz des § 53a AktG und insbesondere die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht, die auch im Verhältnis der Gesellschafter untereinander gilt,⁹⁵ im letzteren Sinne zu beantworten. Soweit der Vorstand in die Verhandlungen involviert ist, findet § 53a AktG unmittelbare Anwendung; soweit es um das Verhältnis unter den Aktionären selbst geht, folgt die Pflicht zur anteiligen Berücksichtigung aus der mitgliedschaftlich vermittelten Treuepflicht: Kommt unter den Aktionären eine Einigung nicht zustande, und läßt sich das Emissionsvolumen den Veräußerungswünschen der Aktionäre nicht angleichen, so bleibt nur eine Verteilung unter den Interessenten im Verhältnis ihrer aktuellen Beteiligung⁹⁶.

b. Durchführung einer Kapitalerhöhung

Keine Probleme ergeben sich bei einer Kapitalerhöhung im Zusammenhang mit einer Börseneinführung, wenn deren eigentliches Ziel im **Einstreichen des Erlöses** aus der Veräußerung der neuen Aktien besteht: Der Tochtergesellschaft fließt das Nominalkapital zu, den Aktionären, d.h. der

Konzernmutter und den gegebenenfalls vorhandenen außenstehenden Aktionären, die Differenz zwischen dem Nominalwert und dem Erlös aus der anschließenden Veräußerung an das Emissionskonsortium. Das erzielte Agio ist zunächst in die Gewinnrücklage einzustellen. Diese kann anschließend aufgelöst und an die Konzernmutter ausgeschüttet werden.

Schwieriger stellt sich die rechtliche Lage dar, wenn der ganze die Kapitalerhöhung ausmachende Betrag der Gesellschaft zufließen, das gesetzliche **Bezugsrecht** der Altaktionäre also **ausgeschlossen** werden soll. Das gesetzliche Bezugsrecht der Aktionäre kann zwar ausgeschlossen werden, § 186 Abs. 3 AktG. Da es sich aber um einen besonders schweren Eingriff in die Mitgliedschaft handelt, ist ein Bezugsrechtsausschluß nur unter engen materiellen Voraussetzungen zulässig⁹⁷: So ist der Ausschluß des Bezugsrechts am Grundsatz der Verhältnismäßigkeit zu messen. Er ist nur zulässig, wenn er geeignet und erforderlich ist, um das mit der Kapitalerhöhung verfolgte Ziel zu erreichen und wenn bei Abwägung zwischen dem Interesse der Gesellschaft und den konkreten Nachteilen für die Aktionäre die Interessen der Gesellschaft überwiegen. Stehen zumutbare Alternativlösungen zur Verfügung, die einen Bezugsrechtsausschluß vermeiden, ist er unzulässig. Gibt es zumutbare Möglichkeiten, die Nachteile der Aktionäre zu mildern, sind diese auszuschöpfen. Ist das Interesse der Gesellschaft zu schwach, um die den Aktionären drohenden Nachteile zu rechtfertigen, ist der Bezugsrechtsausschluß ebenfalls unzulässig. Eine Erleichterung sieht allerdings die neue Bestimmung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG vor, wonach ein Bezugsrechtsausschluß insbesondere dann zulässig ist, wenn die Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen zehn vom Hundert des Grundkapitals nicht übersteigt und der Ausgabebetrag den Börsenpreis nicht wesentlich unterschreitet. Weniger enge Voraussetzungen sollen auch dann gelten, wenn die Einführung der Papiere an einer ausländischen Wertpapierbörse beabsichtigt ist⁹⁸.

Bei einem **Bezugsrechtsausschluß zum Zwecke der Börseneinführung** ist keine pauschale Aussage möglich. Erforderlich ist auch hier eine Prüfung der Zulässigkeitskriterien im Einzelfall. Beabsichtigt die AG die Börseneinführung ihrer Aktien und soll zu diesem Zweck die Zulassung der Aktien zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse beantragt werden, so muß nach § 9 BörsZulVO ein bestimmtes Mindestmaß (regelmäßig 25 %) an Streuung der Aktien im Publikum bereits vorhanden sein oder durch die Börseneinführung binnen kurzem erreicht werden. Die Erfüllung dieser

Voraussetzung kann bei einer AG mit geschlossenem Aktionärskreis eine Kapitalerhöhung und dabei zwingend einen Bezugsrechtsausschluß erforderlich machen. Ein solcher Bezugsrechtsausschluß ist ohne weiteres zulässig, wenn er mit Zustimmung aller Aktionäre beschlossen wird. Wird er gegen eine Minderheit beschlossen, so ist seine sachliche Rechtfertigung ebenfalls nicht von vornherein ausgeschlossen. Sie hängt in diesem Fall vom Gewicht des langfristigen Interesses der AG an den mit einer Börseneinführung verbundenen erweiterten Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten und von einer Abwägung dieses Interesses gegen die mit dem Bezugsrechtsausschluß verbundenen Nachteile der betroffenen Aktionäre ab. Es muß ein dringliches Interesse des Unternehmens daran bestehen, den Kapitalmarkt über die Börse zu erschließen⁹⁹. Auch dann ist aber zunächst zu prüfen, ob nicht doch eine Kapitalerhöhung unter Aufrechterhaltung des Bezugsrechts ausreicht, um die zur Börseneinführung erforderlichen Aktien zur Verfügung zu stellen, indem etwa Großaktionäre (die Konzernobergesellschaft) ganz oder teilweise auf die Ausübung des Bezugsrechts verzichten. Bei der Börseneinführung einer Konzerntochter wird sich dies vielfach ohne weiteres bewerkstelligen lassen. Auch können die Nachteile für die überstimmte Minderheit durch Satzungsgestaltungen und die Einräumung eines "Quasi-Bezugsrechts" der Minderheitsaktionäre durch entsprechende Absprachen mit dem Emissionskonsortium abgemildert werden¹⁰⁰. Es könnte für eine gewisse Frist ein Teil des Erhöhungsbetrages durch das Konsortium für die Minderheitsaktionäre zurückgehalten werden. Die Gefahren der Anfechtungsklage seitens der Minderheit, die die Börseneinführung über einen längeren Zeitraum blockieren würde, wären dann weitestgehend gebannt.

3. Delisting

Im Aktiengesetz ist der **Börsenaustritt** ebensowenig wie der Börseneintritt explizit angesprochen. Anders als beim Börseneintritt fehlt es bislang sogar an einer börsenrechtlichen Regelung. Die Frage der Zulässigkeit und der Voraussetzungen der Beendigung einer Zulassung auf Antrag des Emittenten ist im Börsengesetz nicht ausdrücklich geregelt. Zwar ermächtigt § 43 Abs. 3 BörsG die Zulassungsstellen der Börsen, eine Zulassung zur amtlichen Notierung von Wertpapieren von Amts wegen zu widerrufen. Dies setzt jedoch voraus, daß ein ordnungsgemäßer Börsenhandel in den betreffenden Wertpapieren an der jeweiligen Börse auf Dauer nicht mehr gewährleistet ist oder der Emittent seinen aus der Börsenzulassung

resultierenden Pflichten gemäß §§ 44 bis 44c BörsG nicht mehr nachkommt. Ein Ausscheiden auf Wunsch der Gesellschaft ist bislang nur bei der Terminbörse vorgesehen (§ 50 Abs. 5 Satz 2 BörsG).

Eine Regelung sieht jedoch der Referentenentwurf eines "Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland" (**Drittes Finanzmarktförderungsgesetz**, Stand 25.03.1997) vor. Danach soll der Bestimmung des § 43 BörsG ein vierter Absatz angefügt werden, wonach die Zulassungsstelle die Zulassung zur amtlichen Notierung auf Antrag des Emittenten zu widerrufen hat, sofern auch nach Wirksamwerden des Widerrufs ein ordnungsgemäßer Börsenhandel in dem Wertpapier an einem inländischen oder ausländischen Markt im Sinne von § 2 Abs. 6 des Wertpapierhandelsgesetzes gewährleistet erscheint. Der Wechsel in ein anderes Marktsegment gleicher Qualität oder an eine andere inländische Börse ist auch nach dieser Bestimmung - jedenfalls börsenrechtlich - uneingeschränkt möglich, sofern dort vergleichbare Publizitätsvorschriften gelten. Anders verhält es sich jedoch bei einem vollständigen oder teilweisen Rückzug aus dem Markt oder dem Wechsel in einen Markt minderer Qualität. Dem steht zunächst der Wortlaut des künftigen § 43 Abs. 4 BörsG entgegen, der den Widerruf der Zulassung auf Antrag des Emittenten im Interesse der Anleger nur dann zuläßt, wenn hierdurch ein ordnungsgemäßer Handel in den Papieren der betreffenden Gesellschaft letztendlich nicht beeinträchtigt wird. Unter Berücksichtigung der gesetzgeberischen Zielsetzung, wie sie etwa in der Regierungsbegründung zu der neuen Vorschrift zum Ausdruck kommt, dürfte diese Vorschrift aber für den Fall, daß *alle* Anleger dem Börsenaustritt zustimmen, teleologisch zu reduzieren sein, so daß die Zulassung zur amtlichen Notierung bei Zustimmung *aller* Aktionäre bzw. des Einmann-Aktionärs nach Übernahme aller Aktien auch dann auf Antrag des Emittenten zu widerrufen ist, wenn die Voraussetzungen der Vorschrift im übrigen nicht vorliegen. In allen anderen Fällen müssen dagegen die Belange der Anleger, die im Vertrauen auf den laufenden Börsenhandel Wertpapiere erworben haben und die demgemäß dem Delisting nicht zustimmen, bis zu einem gewissen Grad rechtlich geschützt werden¹⁰¹. Nach künftigem Recht übernimmt diese Aufgabe die Bestimmung des § 43 Abs. 4 BörsG, die eine "Einkerkerung" der nicht zustimmenden Anleger verhindert.

Nach **geltendem Recht** kann dieser Schutz allenfalls durch das Erfordernis eines entsprechenden Beschlusses der Hauptversammlung gewährleistet werden. So ist allgemein anerkannt, daß tiefgreifende Eingriffe in die

Mitgliedschaftsrechte der Gesellschafter nur aufgrund eines entsprechenden Hauptversammlungsbeschlusses zulässig sind¹⁰². Die Zustimmung *aller* Aktionäre, wie etwa bei der nachträglichen Vinkulierung von Aktien nach § 180 Abs. 2 AktG, dürfte dagegen nicht erforderlich sein. Denn der Börsenaustritt der jeweiligen Gesellschaft beschränkt die Veräußerungsmöglichkeiten der Aktionäre nur in technischer Hinsicht. Im Schrifttum wird für das Delisting teilweise eine qualifizierte Mehrheit vorgeschlagen¹⁰³. Zusätzlich soll beim Börsenaustritt denjenigen Aktionären, die dem Mehrheitsbeschuß widersprochen haben, in Analogie zu Vorschriften des Umwandlungsrechts, seitens der AG die Übernahme ihrer Aktien gegen eine angemessene Abfindung angeboten werden. Hierbei handelt es sich jedoch eher um rechtspolitische Forderungen an das künftige Recht¹⁰⁴. Nach geltendem Recht wird man vielmehr davon auszugehen haben, daß für den Börsenaustritt der Gesellschaft grundsätzlich ein Hauptversammlungsbeschuß mit einfacher Mehrheit genügt, der dann allerdings der Inhaltskontrolle nach den Grundsätzen der "Kali und Salz-Entscheidung" des BGH¹⁰⁵ unterliegt, d.h. einer sachlichen Rechtfertigung bedarf. Eine Dreiviertelmehrheit ist nur dann erforderlich, wenn die Börsennotierung der Gesellschaft ausnahmsweise in der Satzung vorgesehen ist (§ 179 Abs. 2 AktG).

* Beitrag erscheint im Herbst 1997 in Lutter/Scheffler/Schneider (Hrsg.), Handbuch der Konzernfinanzierung, Verlag Dr. Otto Schmidt KG, Köln

¹ Vgl. Scheffler, DB 1985, 2005, 2007.

² Siehe Koppenteiner in Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, § 18 Rz. 21, m.w.Nachw.

³ Vgl. Keller in Lutter, Holdinghandbuch, Rz. C 42; Reintges in Christians, Finanzierungshandbuch, S. 665.

⁴ Vgl. Scheffler, Konzernmanagement, S. 122 ff.

⁵ Reintges, a.a.O., S. 668; Scheffler, DB 1985, 2005, 2007.

⁶ So insbesondere bei U.H. Schneider, ZGR 1984, 497 ff.; vgl. auch Hommelhoff, Konzernleitungspflicht, S. 179, 190 f. und WM 1984, 1105 ff., der auch im Bereich der

Finanzierungsentscheidungen eine umfassende Konzernleitungspflicht der Konzernmutter annimmt.

⁷ *U.H. Schneider*, a.a.O., 513 f. und 522.

⁸ *Koppensteiner*, a.a.O., Rz. 30, m.w.Nachw.

⁹ So die zutreffende h.M.; vgl. *Koppensteiner*, a.a.O., m.w.Nachw.

¹⁰ *Koppensteiner*, a.a.O., § 18 Rz. 21, m.w.Nachw.

¹¹ Vgl. *Scheffler*, DB 1985, 2005, 2007; *Semler*, FS Stiefel, 1987, S. 719, 728 f.

¹² *Semler*, a.a.O., 728; a.A. *Hommelhoff*, a.a.O., S. 262 f. 419.

¹³ Umfassende Darstellung der Diskussion bei *Hachenburg-Ulmer*, GmbHG, Anhang zu § 30, mit umfangr. Nachw.

¹⁴ So *U.H. Schneider*, a.a.O. (Fn. 6), 518.

¹⁵ Vgl. BGHZ 31, 268; OLG Hamburg, BB 1973, 1232; OLG Karlsruhe, BB 1979, 1332.

¹⁶ Vgl. BGHZ 22, 230; BGHZ 31, 278; BGH, WM 1958, 462.

¹⁷ *U.H. Schneider*, ZGR 1984, 497 ff.

¹⁸ *Lutter*, ZGR 1982, 244, 249; *U.H. Schneider*, a.a.O., 518.

¹⁹ *U.H. Schneider*, a.a.O., 512.

²⁰ So *Reintges*, a.a.O., S. 667; *Scheffler*, Konzernmanagement, S. 124; *Theisen* in *Lutter*, Holdinghandbuch, Rz. H 8.

²¹ Dazu *Lutter/Krieger*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, S. 80, m.w.Nachw.

²² Zum üblichen Inhalt der regelmäßig monatlich erstellten Finanzberichte siehe *Reintges*, a.a.O.; *Scheffler*, a.a.O.; *Theisen*, a.a.O., Rz. H 9.

²³ Siehe nur *Lutter*, FS Stimpel, 1985, S. 825, 831, m.w.Nachw.

²⁴ *Lutter*, a.a.O.; *U.H. Schneider*, BB 1981, 249, 252.

²⁵ Siehe auch *Semler*, Die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats, S. 103 ff.

²⁶ *Lutter/Krieger*, a.a.O. (Fn. 21), S. 60; v. *Randow*, ZGR 1996, 594 ff.

²⁷ Dazu umfassend *Lutter/Krieger*, a.a.O., S. 47 ff.

²⁸ Eingehend *Lutter/Krieger*, a.a.O., S 61 f.

²⁹ U.U. ist hier sogar eine Zustimmung der Hauptversammlung der Obergesellschaft erforderlich; siehe unten II.1.c.

³⁰ Umfassend dazu *Lutter/Krieger*, a.a.O., S. 78 ff., m.w.Nachw.

³¹ *Zöllner* in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, § 139 Rz. 24.

³² Vgl. auch *Christians*, AG 1990, 47, 48.

³³ Zur Zulässigkeit "aktiengleicher" Genußrechte siehe *Karollus* in *Gebler/Hefermehl*, Aktiengesetz, § 221, Rz. 325 ff.

³⁴ *Krieger* in *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, § 63 Rz. 31; *Werner*, ZHR 149 (1985), 236, 243.

³⁵ *Hüffer*, AktG, § 221 Rz. 43.

³⁶ *U.H. Schneider*, FS Goerdeler, 1987, 511 ff.

³⁷ So etwa *Hirte*, ZIP 1988, 477, 487 f.; *U.H. Schneider*, FS Goerdeler, 1987, S. 511, 524.

³⁸ Beispiele aus der Vertragspraxis bei *U.H. Schneider*, a.a.O., S. 521 f.

³⁹ Vgl. *Karollus*, a.a.O. (Fn. 33), Rz. 3.

⁴⁰ BGHZ 83, 122.

⁴¹ BGH, a.a.O., 130.

⁴² *Lutter*, FS Stimpel, 1985, S. 825, 845.

⁴³ Zu weiteren Einzelheiten siehe *U.H. Schneider*, ZGR 1984, 497, 503.

⁴⁴ BGH, a.a.O., 136 ff.

⁴⁵ A.a.O., 138 f.

⁴⁵ *Gross*, AG 1994, 266, 272; *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 35), § 119 Rz. 18.

⁴⁷ *Timm*, Die Aktiengesellschaft als Konzernspitze, 134, 166.

⁴⁸ Vgl. *Hüffer*, a.a.O., Rz. 16 ff.; *Koppensteiner* in Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Vorb. § 291 Rz. 35 ff.; *Semler* in Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, § 34 Rz. 11 ff.

Voraussetzung ist im übrigen nach inzwischen herrschender Ansicht eine satzungsmäßige Ermächtigung der Verwaltung zum Erwerb von Beteiligungen ("Konzernklausel"). Gegebenenfalls ist also vor Erwerb einer Beteiligung ein entsprechender satzungsändernder Beschluß mit einer Dreiviertelmehrheit herbeizuführen, § 179 Abs. 1 und 2 AktG; vgl. *Koppensteiner*, a.a.O., Rz. 26.

⁴⁹ BGH, NJW 1973, 1039; 1984, 1461, 1462; 1991, 1681.

⁵⁰ Umfassend *K. Schmidt* in *Scholz*, GmbHG, § 49 Rz. 20, m.w.Nachw.

⁵¹ Nachweise bei *Koppensteiner*, a.a.O., Rz. 44.

⁵² A.a.O., 136 ff.

⁵³ Vgl. BGH, a.a.O., 143 f.; *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 35), § 186 Rz. 56.

⁵⁴ BGH, a.a.O., 143.

⁵⁵ Vgl. für die AG BGHZ 83, 122, 142 ff.; für die GmbH OLG Hamburg, GmbH-Rundschau 1992, 43, 46; *K. Schmidt*, a.a.O. (Fn. 48).

⁵⁶ Vgl. *Timm*, Die Aktiengesellschaft als Konzernspitze, S. 138 ff.

⁵⁷ BGHZ 83, 122 ff.

⁵⁸ Nach dieser Bestimmung darf das Bezugsrecht nur im Kapitalerhöhungsbeschluß mit einer Dreiviertelmehrheit ausgeschlossen werden. Daneben bedarf der Bezugsrechtsausschluß der besonderen sachlichen Rechtfertigung, BGHZ 71, 40 ff.

⁵⁹ Nachweise bei *Koppensteiner*, a.a.O. (Fn. 46), Rz. 45.

⁶⁰ Vgl. auch *Baums*, AG 1994, 1, 10 ff.

⁶¹ *Baums*, a.a.O., 11, m.w.Nachw.

⁶² Amtliche Begründung zu §§ 115-117 AktG 1937, abgedruckt bei *Klausing*, Aktiengesetz 1937, S. 104.

⁶³ Vgl. etwa für die AG *Lutter* in Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, § 66 Rz. 31 ff.; *Röhricht* in Großkommentar AktG, § 27, Rz. 188 ff.; für die GmbH *Baumbach/Hueck*, GmbH-Gesetz, § 19 Rz. 30 ff.

⁶⁴ *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 35), § 27, Rz. 10, m.w.Nachw.

⁶⁵ Zum Streitstand im Einzelnen siehe *Röhricht*, a.a.O.

⁶⁶ So der BGH in ZIP 1996, 595, 597 und die h.M. im Schrifttum; vgl. Nachweise bei *Röhricht*, a.a.O., Rz. 200; a.A. wohl *Lutter*, a.a.O., Rz. 32.

⁶⁷ Dazu *Lutter*, a.a.O., Rz. 32 ff.

⁶⁸ *Lutter*, a.a.O., Rz. 31.

⁶⁹ BGHZ 110, 47; OLG Koblenz, AG 1988, 242.

⁷⁰ A.A. allerdings für die GmbH *Grunewald*, FS Rowedder, 1994, S. 114, 117 f.: nur Differenzhaftung entsprechend § 9 GmbHG.

⁷¹ Nach *Lutter*, a.a.O. (Fn. 61), Rz. 35 ff. und FS Stiefel, 1987, S. 505, 518 ff.; siehe auch *Autenrieth*, DB 1988, 1101.

⁷² Vgl. nur die "Holzmüller-Entscheidung", BGHZ 83, 122.

⁷³ In RGZ 152, 292 ff.

⁷⁴ In AG 1987, 91, 93.

⁷⁵ So zu Recht *Lutter*, a.a.O.

⁷⁶ So jedenfalls *Lutter*, a.a.O., während die h.M. allerdings auch hier ein entsprechendes Bewußtsein der Parteien verlangt, daß mit dem Geschäft der wirtschaftliche Erfolg einer Sacheinlage herbeigeführt wird, verlangt. Eine Umgehungsabsicht setzt jedoch auch die h.M. nicht voraus.

⁷⁷ Nachweise bei *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 35), § 52 Rz. 8; a.A. nur *Bork/Stangier*, AG 1984, 320, 322 f.

⁷⁸ Vgl. *Theisen* in *Luttter*, Holdinghandbuch, Rz. H 26.

⁷⁹ Nach *U.H. Schneider*, ZGR 1984, 497, 504.

⁸⁰ *U.H. Schneider*, a.a.O., 505.

⁸¹ *U.H. Schneider*, a.a.O.

⁸² *U.H. Schneider*, a.a.O.

⁸³ Vgl. *Reintges* in *Christians*, Finanzierungshandbuch, S. 669.

⁸⁴ Vgl. § 419 BGB: Übertragung des gesamten Vermögens.

⁸⁵ *U.H. Schneider*, a.a.O.

⁸⁶ Dazu umfassend *Scheffler* in *Lutter*, Holdinghandbuch, Rz. J 102 ff. und *Emmerich/Sonnenschein*, Konzernrecht, §§ 30-32.

⁸⁷ Vgl. *U.H. Schneider*, a.a.O. (Fn. 77), 511.

⁸⁸ So die US-amerikanische Praxis, vgl. *U.H. Schneider*, a.a.O.

⁸⁹ Zu entsprechenden rechtspolitischen Überlegungen siehe *U.H. Schneider*, a.a.O., 513.

⁹⁰ Siehe allgemein *Claussen*, AG 1985, 173, 183 f.

⁹¹ A.a.O., 513.

⁹² Vgl. hierzu und im folgenden *Lutter/Drygala*, FS Raisch, 1995, S. 239, 240.

⁹³ So *Lutter/Drygala*, a.a.O., S. 241, m.w.Nachw.

⁹⁴ Dazu *von Rosen* in *Assmann/Schütze*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 2 Rz. 135 und 192.

⁹⁵ BGHZ 103, 184 "Linotype".

⁹⁶ *Lutter/Drygala*, a.a.O., S. 242.

⁹⁷ BGHZ 71, 40 "Kali und Salz"; 83, 319, "Holzmann"; siehe auch *Lutter* in Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, § 186, Rz. 58 ff.

⁹⁸ Vgl. BGHZ 125, 239, 244 "Deutsche Bank".

⁹⁹ *Krieger* in Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, § 56 Rz. 64.

¹⁰⁰ Vgl. *Lutter/Drygala*, a.a.O. (Fn. 91), 244 f.

¹⁰¹ Vgl. *Hopt/Baum* in *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform, S. 418; *Vollmer/Grupp*, ZGR 1995, 459, 473 ff.

¹⁰² Siehe nur BGHZ 83, 122, 131.

¹⁰³ So etwa von *Vollmer/Grupp*, a.a.O., 480.

¹⁰⁴ Siehe etwa *Baum/Hopt*, a.a.O., S. 419.

¹⁰⁵ BGHZ 71, 40 ff.