

Schriften zum Wirtschaftsrecht

---

Band 378

**Die Zustimmungsvorbehalte  
des Aufsichtsrats  
bei der Unternehmenstransaktion**

Von

**Felix Spehl**



**Duncker & Humblot · Berlin**

FELIX SPEHL

Die Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats  
bei der Unternehmenstransaktion

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 378

# Die Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats bei der Unternehmenstransaktion

Von

Felix Spehl



Duncker & Humblot · Berlin

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

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

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

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

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

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

# Inhaltsübersicht

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

**Literaturverzeichnis** ..... 325

**Stichwortverzeichnis** ..... 351

# Inhaltsverzeichnis

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

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

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

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

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

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

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