

**Vorzugsaktien, Ausgliederung  
und Konzernfinanzierung**

Theodor Baums

Arbeitspapier 6/93

- I. Einführung
  
- II. Ausgliederung und Vorzugsaktien
  1. Auswirkungen auf die Vorzugsaktien
  2. Mitentscheidungsrecht der Vorzugsaktionäre?
  3. Mitnahme der Vorzugsaktionäre in die Tochter?
  4. Inhaltskontrolle des Zustimmungsbeschlusses
  5. Zwischenergebnis
  6. Die Regelung im Referentenentwurf 1992
  
- III. Kapitalerhöhung in der Tochter und Beteiligungsveräußerung
  1. Ausübung des Bezugsrechts durch die Obergesellschaft
  2. Ausschluß des Bezugsrechts der Obergesellschaft und Beteiligungsveräußerung
  
- IV. Umgehung des **§ 139 Abs. 2 AktG**
  1. Ratio der Vorschrift
  2. Konsolidierungszwang?

## Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung

Professor Dr. Theodor Baums,  
Osnabrück

### I. Einführung

Vorzugsaktien ohne Stimmrecht sind ein hybrides Finanzierungsinstrument zwischen der stimmberechtigten Stammaktie auf der einen Seite und der Schuldverschreibung auf der anderen. Ebenso wie die reguläre Aktie gewährt die Vorzugsaktie ihrem Inhaber eine ergebnisabhängige Teilhabe am **Residuum**, während sie - insofern der Schuldverschreibung vergleichbar - zumindest im praktischen Regelfall ihrem Inhaber kein Stimmrecht und damit nicht die Möglichkeit gibt, im Rahmen der sonst den Eigenkapitalgebern vorbehaltenen Befugnisse den Einsatz des Gesellschaftsvermögens und die Verwendung seiner Erträge zu beeinflussen.

Veränderungen der Verfassung der Gesellschaft, wie z. B. Unterstellung der Gesellschaft unter einen Unternehmensvertrag, Eingliederung, Verschmelzung, Vermögensübertragung oder Ausgliederung des wesentlichen Betriebsvermögens auf eine Tochter und Rückzug auf eine Holdingfunktion, Umwandlung und - demnächst - Auf- und Abspaltung<sup>1</sup> wirken sich wegen der angedeuteten unterschiedlichen Struktur dieser Finanzierungsinstrumente in ganz unterschiedlicher Weise auf diese und die Stellung ihrer Inhaber aus. Die Fragen, die sich hierbei für die Vorzugsaktionäre stellen, sind bisher noch nicht zusammenhängend in einer systematischen Weise erörtert worden<sup>2</sup>. Erst jüngst haben gerichtliche Entscheidungen zur Eingliederung der Siemens-Nixdorf Informationssysteme AG (SNI) in die Siemens Aktiengesellschaft auf die Frage hingewiesen, ob den Vorzugsaktionären der SNI als Abfindung gemäß § 320 Abs. 5 S. 2 AktG wiederum Vorzugsaktien der Siemens AG angeboten werden müssen<sup>3</sup>. Dasselbe Problem stellt sich nach § 305 AktG bei Abschluß eines Unternehmensvertrages und schließlich auch bei der Verschmelzung zweier Aktiengesellschaften<sup>4</sup>.

Die folgenden Bemerkungen befassen sich mit der Rechtsstellung der Vorzugsaktionäre bei einer Ausgliederung "nach unten" und mit der Ausgabe

von Vorzugsaktien in verbundenen Unternehmen. Der folgende Abschnitt (It.) behandelt die Frage, in welcher Weise eine Ausgliederung auf eine Tochter die Position der Vorzugsaktionäre der Obergesellschaft berührt, und wie diese Position vor Beeinträchtigungen durch eine solche Maßnahme geschützt ist. Im dritten Abschnitt wird die Stellung der Vorzugsaktionäre der Obergesellschaft bei Ausgabe neuer Aktien oder Geschäftsanteile in der Tochter erörtert (III.). Den Abschluß (IV.) bilden Überlegungen zu der Frage, wie eine Aushöhlung der Schutzvorschrift des § 139 Abs. 2 AktG<sup>5</sup> durch Ausgabe von Vorzugsaktien in verschiedenen miteinander verbundenen Unternehmen ausgeschlossen werden kann.

## II. Ausgliederung und Vorzugsaktien

### 7. *Auswirkungen auf die Vorzugsaktien*

Überträgt eine Aktiengesellschaft ihr Vermögen gemäß § 361 AktG, oder verlagert sie wesentliche Teile ihres Betriebsvermögens auf eine Tochtergesellschaft', so kann dies die Stellung ihrer Aktionäre in verschiedener Hinsicht beeinflussen und auch beeinträchtigen. Dies ist in der literarischen Diskussion, die der Holz Müller-Entscheidung (BGHZ 83, 122) vorausgegangen und nachgefolgt ist, eingehend herausgearbeitet worden<sup>7</sup>. Insofern wird vor allem unterschieden zwischen der allgemeinen *Mediatisierung* des Einflusses der Aktionäre der Obergesellschaft, die sich bereits als Folge der Ausgliederung ergibt, und *weiteren Strukturentscheidungen* in der Tochter, z. B. einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluß, die, sofern sie in der Obergesellschaft selbst getroffen und durchgeführt würden, dort wegen ihrer weittragenden und u. U. nachteiligen Auswirkungen für die Gesellschafter der Zustimmung der Hauptversammlung unterworfen wären. Dies alles ist im folgenden nicht zu wiederholen, sondern nur mit Bezug auf die besondere Stellung der Vorzugsaktionäre fortzuschreiben.

Der mit der Auslagerung von Gesellschaftsvermögen in Beteiligungsgesellschaften verbundene "Mediatisierungseffekt" betrifft zum einen die den Vorzugsaktionären verbliebenen *Mitverwaltungsrechte* (unten a), zum anderen die *vermögensrechtliche Komponente* ihrer Mitgliedschaft (unten b).

a) Die Vorzugsaktie gewährt dem Aktionär im praktischen Regelfall zwar gerade kein Stimmrecht (§§ 12 Abs. 1 S. 2, 139 Abs. 1 AktG). Dennoch kann dieses Stimmrecht wieder aufleben, nämlich dann, wenn der auf die Vorzugsaktien entfallende Vorzugsbetrag nicht bezahlt worden ist (§ 140 Abs. 2 AktG). Nach dem Vollzug der Ausgliederung ist aber dieses Stimmrecht, was das ausgegliederte Vermögen betrifft, im wesentlichen seines Gehalts beraubt, da die Aktionäre die Möglichkeit verlieren, im Rahmen der gemäß § 119 AktG der Hauptversammlung vorbehaltenen Befugnisse den Einsatz des abgespaltenen Vermögens und die Verwendung seiner Erträge unmittelbar zu beeinflussen. Denn die Gesellschafterrechte im Tochterunternehmen, zum Beispiel auch die Entscheidung über die Verwendung des Jahresüberschusses der Tochter\*, übt dort der Vorstand der Obergesellschaft aus. Ähnliches gilt auch für die übrigen dem Vorzugsaktionär zustehenden Mitverwaltungsrechte<sup>9</sup>. Vorzugsaktien gewähren zwar - mit Ausnahme des Stimmrechts - die jedem Aktionär aus der Aktie zustehenden Rechte (§ 140 Abs. 1 AktG), also das Recht zur Teilnahme an der Hauptversammlung, das Auskunftsrecht, das Anfechtungsrecht usw. Aber etwa das Recht zur Anfechtung des Beschlusses über die Verwendung des Bilanzgewinns wegen übermäßiger Rücklagenbildung (§ 254 AktG) läuft leer, wenn über die Rücklagenbildung nicht durch Beschluß der Hauptversammlung der Obergesellschaft, sondern von deren Vorstand in der Tochter entschieden wird. Die Einbuße der Aktionäre der Obergesellschaft an Einfluß wird noch größer, wenn der Vorstand der Obergesellschaft seinerseits durch die Ausgliederung die Kontrolle über den ausgegliederten Vermögensteil an andere Mitgeschafter "unten" abgibt.

b) Der mit der Ausgliederung verbundene Mediatisierungseffekt betrifft nicht nur die den Vorzugsaktionären zustehenden aktuellen und potentiellen Mitverwaltungsrechte, sondern infolgedessen auch die **vermögensrechtliche Komponente** ihrer Mitgliedschaft. Dabei lassen sich im einzelnen mehrere Fälle und Gefahrenlagen unterscheiden: Handelt es sich bei der Obergesellschaft um eine Publikumsgesellschaft, so besteht das Problem in der verminderten Kontrolle der Verwaltung der Obergesellschaft, die sich, weil sie die Stimmrechte der Obergesellschaft in der Tochter ausübt, dort selbst "kontrolliert", es sei denn, daß sich noch andere Gesellschafter an der Tochtergesellschaft beteiligen, die ihrerseits zur Kontrolle imstande sind.

Die Mikroökonomie würde in diesem Fall wohl von einer drohenden Erhöhung der **"agency"-Kosten** infolge der Ausgliederung sprechen. Allerdings trifft dieser Effekt sowohl die Stamm- wie die Vorzugsaktionäre der Obergesellschaft, letztere sogar u. U. in geringerem Umfang, soweit ihr Vorzug bei der Gewinnverteilung reicht. Und dies wiederum ist, wie noch zu zeigen sein wird, nach geltendem Recht der Grund dafür, weshalb den Vorzugsaktionären kein Mitentscheidungsrecht bei der Ausgliederung zusteht. Denn ein solches Entscheidungsrecht räumt das geltende Recht den Vorzugsaktionären nur ein, wenn speziell in ihre Rechtsposition eingegriffen wird (unten 2.).

Die Problematik ist eine grundsätzlich andere, wenn in der Obergesellschaft ein Mehrheitsaktionär oder eine Aktionärsgruppe existiert, die die Verwaltungskontrolle auch nach Ausgliederung auf eine Tochter ausüben kann, oder wenn die Obergesellschaft und damit deren Verwaltung nur zusammen mit anderen Gesellschaftern der Tochter entscheiden kann. In diesem Fall geht es bei der Ausgliederung nicht so sehr um eine Beeinträchtigung der Aktionärsinteressen der Obergesellschaft durch eine Verminderung der Kontrolle der Verwaltung, sondern um eine Verschärfung von Konflikten zwischen Gesellschaftergruppen (Mehrheit-Minderheit oben; Aktionäre oben und fremde, u. U. sogar beherrschende Gesellschafter unten) und eventuelle nachteilige Folgen der Ausgliederung speziell für die **(Minderheits-)Aktionäre** der Obergesellschaft. So vergrößert sich mit der Ausgliederung faktisch der Einfluß des Mehrheitsaktionärs der Obergesellschaft im Verhältnis zu seinen Mitaktionären, wenn er weiterhin über die Verwaltung der Obergesellschaft oder sogar unmittelbar als Mitgesellschafter in der Tochter Einfluß auf diese nehmen kann. Bei Aufnahme Dritter als Gesellschafter in die Tochter kann die Gefahr der Verwässerung des Vermögens der Obergesellschaft bestehen, und besondere Probleme können sich für sie ergeben, falls sie sich in der Tochter in die Position einer Minderheitsgesellschafterin begibt. Auch diese denkbaren nachteiligen Auswirkungen einer Ausgliederung betreffen aber wiederum die Vorzugsaktionäre und etwa vorhandene "außenstehende" Stammaktionäre der Obergesellschaft gleichermaßen oder letztere sogar in höherem Maße, jedenfalls nicht etwa speziell die Rechtsposition der Vorzugsaktionäre.

## 2. *Mitentscheidungsrecht der Vorzugsaktionäre?*

Weil Vermögensübertragung und Ausgliederung wesentlicher Betriebsteile sich in der angedeuteten Weise auf die Verwaltungs- und Vermögensrechte der Aktionäre auswirken, und diesen nach geltendem Recht in einem solchen Fall kein Austritts- und Abfindungsrecht zusteht, hat der Bundesgerichtshof in der "Holzmüller"-Entscheidung die Pflicht des Vorstands statuiert, vor der Ausgliederung wesentlicher Betriebsteile eine Entscheidung der Hauptversammlung herbeizuführen, ähnlich wie sie das Gesetz für den Fall der Übertragung des gesamten Vermögens in § 361 AktG bereits vorsieht". Die Frage ist, ob und in welcher Form es ein solches Mitentscheidungsrecht auch für die Vorzugsaktionäre gibt.

Der Ausstattung des von ihnen erworbenen Papiers entsprechend haben die Vorzugsaktien ohne Stimmrecht, von dem an dieser Stelle nicht interessierenden Fall des Wiederauflebens des Stimmrechts (§ 140 Abs. 2 AktG) abgesehen, nach geltendem Recht nur eng begrenzte Möglichkeiten, ihre Interessen durch Stimmrechtsausübung zu wahren.

a) Nach § 141 Abs. 1 AktG bedarf ein Beschluß, durch den der mit der Vorzugsaktie verbundene Vorzug, also insbesondere das Gewinnvorzugsrecht, aufgehoben oder *beschränkt* wird, zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Vorzugsaktionäre.

Der Tatbestand dieser Norm ist aber im Fall der Ausgliederung nicht erfüllt. Es besteht Einigkeit in der Literatur darüber, daß § 141 Abs. 1 AktG ausschließlich "unmittelbare" Beeinträchtigungen, wie insbesondere die Aufhebung oder ziffernmäßige Herabsetzung des Gewinnvorzugsrechts, meint, nicht nur solche, die lediglich eine faktische oder wirtschaftliche Beeinträchtigung des Vorzugsrechts mit sich bringen. Das Gesetz selbst sieht nur in einem speziellen Fall einer "mittelbaren" Beeinträchtigung der Vorzugsaktien, nämlich bei Ausgabe neuer gleich- oder vorrangiger Vorzugsaktien, eine Mitwirkung der alten Vorzugsaktionäre vor (§ 141 Abs. 2 S. 1 AktG)<sup>11</sup>. Ihre sachliche Berechtigung findet diese Beschränkung der Mitwirkungsbefugnisse der Vorzugsaktionäre auf Fälle "unmittelbarer" Beeinträchtigung darin, daß, wie es in den Motiven zur Aktienrechtsnovelle 1884 heißt, eine Rücksichtnahme auf die denkbaren mittelbaren Folgen eines Beschlusses prak-

tisch undurchführbar erscheine, da sich hierfür dann keine Grenze finden lasse' <sup>2</sup>. Nun ist die Abgrenzung "unmittelbarer" von nur "mittelbaren" Beeinträchtigungen freilich, wie immer, wenn mit diesen Begriffen gearbeitet wird, unscharf und bedarf der Konkretisierung in Zweifelsfällen. Ein solcher Zweifelsfall liegt aber jedenfalls hier nicht vor, dies auch deshalb nicht, weil die mit der Ausgliederung u. U. für die Aktionäre verbundene Beeinträchtigung ihrer Vermögens- und Mitverwaltungsrechte, wie oben ausgeführt, Stamm- und Vorzugsaktionäre in gleicher Weise betrifft oder die außenstehenden Stammaktionäre sogar in noch größerem Maße belastet. Auf solche Fälle zielt § 141 Abs. 1 AktG nicht ab. Denn diese Vorschrift bezieht sich nur auf Beschlüsse, die ihrem Inhalt nach die Veränderung des bisherigen Verhältnisses mehrerer Gattungen von Aktien zum Nachteil einer Gattung, nämlich der Vorzugsaktien, zum Gegenstand haben.

b) Ebenso scheidet eine Anwendung des § 141 Abs. 2 S. 1 AktG aus. Nach dieser Vorschrift bedarf ein Beschluß über die Ausgabe von Vorzugsaktien, die bei der Verteilung des Gewinns oder des Gesellschaftsvermögens den Vorzugsaktien ohne Stimmrecht vorgehen oder gleichstehen, der Zustimmung der Vorzugsaktionäre. In Betracht käme allenfalls eine entsprechende Anwendung der Vorschrift. Im Ergebnis können aber der in § 141 Abs. 2 S. 1 AktG geregelte Fall und der Fall der Ausgliederung nicht gleichgesetzt werden, wie sich aus den folgenden Überlegungen ergibt.

Erfolgt die Ausgliederung auf eine zu 100 % von der Obergesellschaft gehaltene Tochter, so müssen die Vorzugsaktionäre die künftig in der Tochter erzielten Gewinne nicht mit weiteren Gesellschaftern der Tochter teilen. Vorrangige oder gleichrangige Ansprüche auf das in der Tochter erwirtschaftete Ergebnis zugunsten anderer Gesellschafter der Tochter, die dann vielleicht neuen vor- oder gleichrangigen Vorzugsaktien in der Obergesellschaft selbst i.S. des § 141 Abs. 2 S. 1 AktG gleichzustellen wären, werden in diesem Fall nicht begründet. Die Gewinne der Tochter stehen vielmehr uneingeschränkt der Obergesellschaft zu. Das Problem, das sich hier ergibt, ist eher die Gefahr des Einmauerns dieser Gewinne in der Tochter und damit der Austrocknung des Anspruchs auf den Vorzug. Diese Gefahr besteht nun aber auch hinsichtlich der in der Obergesellschaft selbst erwirtschafteten Gewinne. Ihr ist nicht durch Anwendung des § 141 Abs. 2 AktG, sondern

durch ein Wiederaufleben des Stimmrechts (§ 140 Abs. 2 AktG) zu begegnen. Einzuräumen ist freilich, daß die Drohung mit der Sanktion des Wiederauflebens des Stimmrechts durch die Ausgliederung abgeschwächt sein kann, wie bereits oben angedeutet wurde.

Anders als in der Einmann-Tochter scheinen die Dinge dagegen zu liegen, wenn die Ausgliederung auf eine Tochtergesellschaft erfolgt, an der, neben der ausgliedernden Gesellschaft, bereits weitere Gesellschafter beteiligt sind oder sich zugleich mit ihr beteiligen. Würden diese weiteren Gesellschafter der Tochter ihre Einlagen in der Obergesellschaft selbst vornehmen, dann wären die dort erwirtschafteten und auszuschüttenden Erträge aus dem derart vergemeinschafteten Vermögen vorab deren Vorzugsaktionären nach Maßgabe ihrer Vorzugsdividende auszukehren und erst danach an alle weiteren Aktionäre zu verteilen. Wird dagegen das ausgegliederte Vermögen der Obergesellschaft mit den Einlagen weiterer Gesellschafter in einer Tochtergesellschaft zusammengeführt, so sind die Erträge hieraus von vornherein unter alle Gesellschafter der Tochter nach Maßgabe ihrer jeweiligen Beteiligungsquote aufzuteilen; eine Vorabverteilung auf die Vorzugsaktionäre der Obergesellschaft scheidet aus. Im Hinblick darauf könnte man argumentieren, daß die Ausgliederung auf eine Tochter mit weiteren Gesellschaftern der Schaffung weiterer gleichrangiger Aktien i.S. des § 141 Abs. 2 AktG gleichstehe. Dies hätte zur Folge, daß die Ausgliederung der Zustimmung der Vorzugsaktionäre der Obergesellschaft entsprechend § 141 Abs. 2 AktG bedürfte.

Im Ergebnis kommt dies aber nicht in Betracht. Es handelt sich bei § 141 Abs. 2 AktG um eine Ausnahmenvorschrift, die ausschließlich einen bestimmten Fall gezielter oder willkürlicher Beeinträchtigung des Vorrangs der Vorzugsaktionäre erfassen soll<sup>3</sup>. Diese Vorschrift ist, anders gewendet, nicht auf sonstige unternehmerische Maßnahmen oder Gestaltungen gemünzt, auch wenn sie im wirtschaftlichen Ergebnis zu einer gleichartigen Beeinträchtigung des vorrangigen Anspruchs der Vorzugsaktionäre führen können. So bedarf etwa die Belastung des vorrangig den Vorzugsaktionären zustehenden Ergebnisses durch Einsatz anderer Finanzierungsinstrumente, wie z. B. die Begebung einer verzinslichen Anleihe, oder, nach h. M., auch der Abschluß eines Gewinnabführungsvertrages nicht der Zustimmung der Vorzugsaktionäre gemäß § 141 Abs. 2 AktG<sup>14</sup>. Die Rechtfertigung für diese formale Be-

grenzung des Zustimmungsrechts der Vorzugsaktionäre ist darin zu sehen, daß der Gesetzgeber die Durchführung derartiger Finanzierungsentscheidungen, soweit nicht ihr Zweck gerade in der Aufhebung oder Einschränkung des Vorrangs der Vorzugsaktien durch Ausgabe weiterer vor- oder gleichrangiger Aktien besteht, nicht davon abhängig machen wollte, ob die Gruppe der Vorzugsaktionäre (mit einer Mehrheit von 3/4 der abgegebenen Stimmen, § 141 Abs. 3 AktG) dieser Maßnahme zustimmen würde. In derartigen Fällen mittelbarer Beeinträchtigung soll den Schutz des Vorrangs der Vorzugsaktionäre vielmehr, abgesehen von den allgemeinen Rechtsbehelfen wie Anfechtung oder Haftung, das Wiederaufleben ihres Stimmrechts gemäß § 140 Abs. 2 AktG gewährleisten.

Diese der Regelung des § 141 Abs. 2 AktG zugrundeliegende Abwägung zwischen dem Schutz der Vorzugsaktionäre und dem Ziel, von der Verwaltung betriebswirtschaftlich für sinnvoll gehaltene Investitions- und Finanzierungsentscheidungen nicht mit prohibitiven Zustimmungsrechten und Kosten zu belasten, schließt es aus, die auf einen speziellen Fall zugeschnittene Vorschrift des § 141 Abs. 2 AktG auf eine Ausgliederung nach unten analog anzuwenden.

Daß diese Vorschrift auf den hier betrachteten Fall nicht "paßt", zeigt sich auch darin, daß der Sonderbeschluß der Vorzugsaktionäre als "Zustimmungsgeschäft" immer einen Hauptversammlungsbeschluß voraussetzt, dem zugestimmt wird. Nun unterliegt aber keineswegs jede Ausgliederung von Betriebsvermögen der Zustimmung der Hauptversammlung<sup>15</sup>, so daß in den Fällen, in denen es nach der Rechtsprechung keines Hauptversammlungsbeschlusses bedarf, auch kein Sonderbeschluß der Vorzugsaktionäre in Betracht käme und daher ihr Schutz jedenfalls auf diesem Wege nicht gewährleistet wäre. Dies deutet ebenfalls darauf hin, daß jedenfalls *de lege lata*<sup>16</sup> den speziellen Schutz der stimmrechtslosen Vorzugsaktionäre im Fall einer Ausgliederung nach unten vornehmlich die Vorschrift des § 140 Abs. 2 AktG zu übernehmen hat. Daneben mögen im Einzelfall weitere Rechtsbehelfe treten, wie z. B. die Anfechtung des Zustimmungsbeschlusses der Hauptversammlung gemäß § 243 AktG oder die Haftung des zustimmenden Mehrheitsaktionärs und der Verwaltungsorgane, so etwa, wenn die Ausgliederung vorgenommen wird, um dem gleichfalls unmittelbar an der Tochter beteiligten Mehrheitsaktionär einen Sondervorteil zu verschaffen.

c) Angefügt werden mag noch, daß de lege lata für die Vorzugsaktionäre auch nicht dadurch Abhilfe geschaffen werden kann, daß in der Satzung für bestimmte ihre Rechtsstellung betreffende Grundlagenbeschlüsse, also z. B. eine Ausgliederung wesentlicher Vermögensteile, ein Zustimmungsrecht vorgesehen wird<sup>17</sup>. Denn nach h. M. ist es nicht möglich, den Vorzugsaktien ohne Stimmrecht für bestimmte, vom Gesetz aber nicht vorgesehene Fälle statutarisch doch ein Stimmrecht einzuräumen<sup>8</sup>.

### 3. *Mitnahme der Vorzugsaktionäre in die Tochter?*

a) In der Literatur ist die Frage aufgeworfen worden, ob die Verwaltung der Obergesellschaft verpflichtet sei, als Ausgleich für die Verkürzung der Rechte der Aktionäre diesen gleichwertige Rechtspositionen in der Tochter anzubieten, z. B. statt der Übernahme von 100 % der Anteile einer neu erworbenen Tochter durch die Obergesellschaft die Gewährung einer partiellen direkten Beteiligung an die Aktionäre der **Obergesellschaft**<sup>19</sup>. Der vorliegende Referentenentwurf zum Umwandlungsrecht, der u. a. auch die Ausgliederung betrifft, enthält einen ähnlichen **Vorschlag**<sup>20</sup>.

Das geltende Aktiengesetz sieht dagegen derzeit für den Fall der in **§ 361 AktG** geregelten Vermögensübertragung eine derartige "Mitnahme" der Aktionäre der übertragenden Gesellschaft nicht vor, wobei freilich einzuräumen ist, daß **§ 361 AktG** nicht nur die Ausgliederung gegen Übernahme von Gesellschaftsanteilen, sondern z. B. auch die schlichte Vermögensveräußerung gegen Geld meint, Fälle also, in denen eine Mitnahmeverpflichtung ohnedies ausscheidet. Auf das Gleichbehandlungsgebot (**§ 53 a AktG**) kann die Mitnahmeverpflichtung ebenfalls nicht gestützt werden, solange die Gesellschaft sämtliche Aktionäre gleich behandelt, also nicht nur einzelnen ihrer Aktionäre eine Beteiligung an der Tochter anbietet. Im übrigen würde auch die Erfüllung einer solchen Mitnahmeverpflichtung eine Reihe von Problemen aufwerfen und gibt damit Anlaß zu Bedenken. So besteht die erste Schwierigkeit schon darin festzulegen, ab welcher Beteiligungsquote an der Tochter den Aktionären der Obergesellschaft neben deren eigener Gesellschafterstellung eine "gleichwertige" Rechtsposition eingeräumt wäre. Theoretisch würde die Einräumung einer "gleichwertigen" Rechtsposition bedeuten, daß das Gesamtengagement des Aktionärs in der Ober- und Tochtergesellschaft

den gleichen Erwartungswert und das gleiche Risiko widerspiegeln müßte wie sein Anteilsbesitz in der Obergesellschaft vor der Aufspaltung. Die damit verbundenen Bemessungs- und Bewertungsschwierigkeiten vergrößern sich, wenn die Tochter, auf die ausgegliedert werden soll, eine andere Rechtsform als die Obergesellschaft (AG) hat. Dies könnte faktisch einen Zwang zur Benutzung der gleichen Rechtsform wie oben und damit eine Einbuße an Flexibilität bedeuten. Sodann dürfte die Einbringung von Vermögen in die Tochter und die Ausgabe von Anteilen an dieser an die Aktionäre der Obergesellschaft nur unter Berücksichtigung der Gläubigerinteressen der Obergesellschaft vorgenommen werden<sup>4</sup>. Und schließlich wären besondere Probleme zu gewärtigen, wo es sich um eine ausländische Tochter handelt.

**b)** Ließen sich alle diese Schwierigkeiten gleichwohl noch bewältigen oder in Kauf nehmen, solange es nur um die Ausgliederung auf eine Tochtergesellschaft geht, an der Dritte nicht beteiligt sind, so sind einer Pflicht zur Mitnahme "nach unten" deutliche Grenzen gesetzt, wenn an der Tochtergesellschaft Dritte beteiligt sind, wie z. B. im Fall der Gründung eines Gemeinschaftsunternehmens. Eine "Mitnahmepflicht" würde hier nicht selten praktisch daran scheitern, daß diese Mitgesellschafter an der Tochter nicht dazu bereit wären, neben der Obergesellschaft auch deren Aktionäre als weitere Mitgesellschafter zu akzeptieren, so daß sich diese zum Schutz der Aktionäre der Obergesellschaft gedachte Vorkehrung letzten Endes sogar nachteilig für ihr Unternehmen und sie auswirken könnte.

Nach allem ist eine strikte und uneingeschränkte Mitnahmepflicht gegenüber den Aktionären der Obergesellschaft im Fall einer Ausgliederung des ganzen Betriebsvermögens oder wesentlicher Teile desselben auf eine Tochtergesellschaft rechtspolitisch keinesfalls zu empfehlen, und sie findet auch im geltenden Recht keine Stütze. Das schließt nicht aus, daß im Einzelfall eine solche Mitnahmepflicht durchaus bestehen kann, z. B. weil anders das Prinzip der Gleichbehandlung der Aktionäre (§ 53 a AktG) verletzt würde. In einem solchen Fall wäre auch der Beschluß der Hauptversammlung, mit dem diese der Ausgliederung zugestimmt hat, anfechtbar, falls eine solche Mitnahme nicht vorgesehen ist.

#### 4. *Inhaltskontrolle des Zustimmungsbeschlusses*

Dies leitet über zu der Frage, ob ein ausreichender Schutz der Vorzugsaktionäre der Obergesellschaft vor den denkbaren nachteiligen Folgen einer Ausgliederung durch eine Inhaltskontrolle des Hauptversammlungsbeschlusses, mit dem die Hauptversammlung der Ausgliederung zustimmt, sichergestellt werden kann. Voraussetzung für eine derartige Inhaltskontrolle ist natürlich, daß ein solcher Beschluß von den stimmberechtigten Aktionären überhaupt gefaßt wird. Insofern wird im folgenden an den durch die Holz Müller-Entscheidung geschaffenen Rechtszustand angeknüpft; die nach wie vor unstrittene Frage, ob sich der II. Senat mit diesem Urteil in die falsche Richtung bewegt hat<sup>22</sup>, soll hier nicht aufgegriffen werden.

a) Vorab auszuscheiden sind die eindeutigen und klaren Fälle, in denen die Vorzugsaktionäre wegen bereits im Zeitpunkt der Ausgliederung faßbarer nachteiliger Auswirkungen mit Aussicht auf Erfolg Anfechtungsklage (§ 243 AktG) gegen den Zustimmungsbeschluß erheben könnten. Hierher gehört der bereits erwähnte Fall der Ausgliederung auf eine Tochtergesellschaft, an der nur ein einzelner oder einzelne Aktionäre der Obergesellschaft neben dieser als Gesellschafter beteiligt werden sollen, während etwa die Vorzugsaktionäre ausgeschlossen bleiben. Eine solche Ungleichbehandlung müßte durch ausreichende Sachgründe getragen sein, um Bestand haben zu können<sup>23</sup>. Ferner könnten die Aktionäre rügen, wenn die Ausgliederung unter Wert auf eine Tochtergesellschaft erfolgen würde, an der neben der Obergesellschaft weitere Gesellschafter, seien es einzelne Aktionäre der Obergesellschaft, seien es Dritte, beteiligt sind<sup>24</sup>.

b) Abgesehen von diesen und möglicherweise weiteren Konstellationen, in denen anerkannte Anfechtungsgründe durchgreifen, stellt sich die Frage, ob ein Ausgliederungsbeschluß denselben oder ähnlichen inhaltlichen Anforderungen zu unterwerfen ist, wie sie von der Rechtsprechung u. a. für Kapitalerhöhungsbeschlüsse mit Bezugsrechtsausschluß entwickelt worden sind<sup>25</sup>. Dies ist in der Literatur gelegentlich befürwortet worden<sup>26</sup>, wird von der h. M. aber abgelehnt<sup>27</sup>.

Unzweifelhaft dürfte insoweit zunächst einmal folgendes sein: Auch wenn das geltende Recht, anders als bei einer Verschmelzung (§ 340 a AktG), einen schriftlichen Bericht der Verwaltung über die Ausgliederung nicht fordert<sup>28</sup>, hat der Vorstand im Rahmen seiner Verpflichtungen nach §§ 131, 361 Abs. 2 AktG die Ausgliederung zu erläutern und die wirtschaftlichen Gründe hierfür aufzudecken<sup>29</sup>. Die Verwaltung unterliegt insoweit einem ähnlichen Begründungszwang, wie ihn § 186 Abs. 4 S. 2 AktG im Fall eines Bezugsrechtsausschlusses auslöst. Dieser Begründungszwang soll nicht nur den Aktionären, die hierüber zu beschließen haben, ermöglichen, die Tragweite ihrer Entscheidung zu erkennen und deren Vor- und Nachteile gegeneinander abzuwägen, sondern er soll die Verwaltung und eine u. U. hinter ihr stehende Aktionärsgruppe auch von vornherein davon abhalten, eine solche Maßnahme aus "gesellschaftsfremden" Erwägungen durchzuführen, und soll notfalls eine nachträgliche gerichtliche Überprüfung dahin zulassen, ob derartige "gesellschaftsfremde" Erwägungen die Ausgliederung motiviert haben. Die Frage ist nur, ob dabei mit der oben unter a) angedeuteten eingeschränkten Kontrolle auszukommen ist, oder ob darüber hinaus in einem solchen Anfechtungsverfahren eine inhaltliche Kontrolle anhand der auch beim Bezugsrechtsausschluß anzulegenden Maßstäbe<sup>30</sup> erfolgen muß. Insoweit ist der von der h. M. vertretenen Linie zu folgen, die eine derartige generelle umfassende Inhaltskontrolle hier ablehnt.

Zunächst einmal sind die Fälle des Bezugsrechtsausschlusses und der Ausgliederung hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf die jeweils betroffenen Aktionäre nicht völlig miteinander zu vergleichen. Der Bezugsrechtsausschluß führt zu einer unmittelbaren Beeinträchtigung der Rechtsstellung der davon betroffenen Aktionäre, indem sich die Anteile am Gesellschaftsvermögen und die Stimmrechtsquoten verschieben; dies kann sich unter Umständen als Verlust einer Sperrminorität oder sogar von Minderheitsrechten auswirken. Ferner kann die Gesellschaft, in der die Kapitalerhöhung vorgenommen wird, bei Zuteilung der neuen Aktien an einen Großaktionär - wie auch im Fall der Kali & Salz geschehen - von diesem abhängig werden oder eine schon bestehende Abhängigkeit sich noch verstärken. Besonders der zuletzt genannte Gesichtspunkt rechtfertigt, in einer solchen Lage besonders strenge Kontrollmaßstäbe anzulegen.

Die Folgen für die Aktionäre der Obergesellschaft im Fall der Ausgliederung sind andere. Ihre Verwaltungs- und Vermögensrechte werden nicht unmittel-

bar beschnitten; ihre Gesellschaft gerät durch die Ausgliederung auch nicht in eine (Konzern-)abhängigkeit. Freilich ist einzuräumen, daß die "nur mittelbaren" nachteiligen Wirkungen einer Ausgliederung (Verwässerung des Gesellschaftsvermögens bei Beteiligung Dritter oder des Mehrheitsaktionärs unter Wert; faktische Verstärkung des Einflusses des Mehrheitsaktionärs und entsprechende Verminderung des Einflusses der Minderheitsaktionäre hinsichtlich des ausgegliederten Vermögens) den unmittelbaren Beeinträchtigungen im Fall eines Bezugsrechtsausschlusses nahekommen können. Hier wird man aber doch wohl weitgehend mit den oben unter **a)** angedeuteten Kontrollmaßstäben (Verstoß gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz? Zulassung zur Beteiligung an der Tochter unter Wert?) auskommen. In den verbleibenden Fällen dagegen, in denen diese allgemeinen Kontrollschranken der Ausgliederung nicht entgegenstehen, weil eine Ungleichbehandlung oder Zulassung von Mitgesellschaftern unter Wert nicht vorliegt, bestehen gegen einen Rückgriff auf die zum Bezugsrechtsausschluß entwickelten Prüfungsmaßstäbe besondere Bedenken. Wenn die Hauptversammlung einer Gesellschaft mit der erforderlichen Mehrheit der Ausgliederung eines wesentlichen Betriebsteils zugestimmt hat, und einer der erwähnten besonders problematischen Fälle nicht vorliegt, dann sollte nicht mehr geprüft werden, ob diese Ausgliederung auch im Interesse der AG lag<sup>31</sup>, sowie, ob die Ausgliederung erforderlich, geeignet, verhältnismäßig und angemessen war<sup>32</sup>, um das angestrebte Ziel zu erreichen. Hier besteht sonst die Gefahr, daß die richterliche Entscheidung an die Stelle der unternehmerischen, von der Mehrheit gestützten Wertungen tritt. Statt dessen sollte erwogen werden, ob de lege ferenda den dissentierenden Aktionären ein Austrittsrecht eingeräumt werden kann, das ihnen die Möglichkeit gibt, auf diese sie u. U. beeinträchtigende Grundlagenänderung ihrer Gesellschaft zu reagieren, wenn sie die von der Mehrheit getroffene Entscheidung nicht mittragen wollen<sup>33</sup>.

#### 4. **Ergebnis**

a) Was die Wirkungen einer Ausgliederung auf stimmrechtslose Vorzugsaktien der Obergesellschaft betrifft, so hat es sich als zweckmäßig erwiesen, die Auswirkungen auf die allgemeinen Verwaltungs- und Vermögensrechte der Vorzugsaktionäre einerseits und speziell auf ihr Gewinnvorrecht andererseits zu unterscheiden.

Soweit die Vorzugsaktionäre gleiche Mitverwaltungs- und Vermögensrechte wie die Stammaktionäre haben, werden sie in gleicher Weise **wie diese von** dem "Mediatisierungseffekt" einer Ausgliederung nach unten betroffen, ohne daß ihnen freilich insoweit ein Mitentscheidungsrecht beim Akt der Ausgliederung zustände. Wird allerdings infolge der Ausgliederung nicht nur ihr allgemeiner Dividendenanspruch, sondern auch ihr Anspruch auf den Gewinnvoraus berührt, so lebt, unter den Voraussetzungen des § 140 Abs. 2 AktG, ihr Stimmrecht wieder auf. Das Gesetz stellt die Vorzugsaktionäre damit im nachhinein den Stammaktionären gleich. An der vollzogenen Ausgliederung und den mit ihr u. U. verbundenen nachteiligen Auswirkungen ändert dies freilich nichts mehr.

Im Einzelfall, nämlich wenn eine Ausgliederung auf eine Gesellschaft mit weiteren Gesellschaftern erfolgt, wird darüber hinaus auch der Gewinnvoraus der Vorzugsaktionäre berührt, da die aus dem ausgegliederten Vermögen erzielten Erträge mit den weiteren Gesellschaftern der Tochter zu teilen sind. Auch insoweit greift als Schutzmechanismus *de lege lata* - neben den unter besonderen Voraussetzungen bestehenden Rechtsbehelfen der Anfechtung oder Haftung - nur das Wiederaufleben des Stimmrechts in der Obergesellschaft (§ 140 Abs. 2 AktG) ein. Auch in diesem besonderen Fall der Ausgliederung auf eine Gesellschaft mit weiteren Mitgesellschaftern steht den Vorzugsaktionären aber kein Mitentscheidungsrecht wie den Stammaktionären zu. Auch die Satzung kann den stimmrechtslosen Vorzugsaktien nach h. M. ein solches Mitentscheidungsrecht nicht einräumen. Ebenso wenig können die Vorzugsaktionäre im Fall einer Ausgliederung gegen eine Abfindung aus der Gesellschaft **ausscheiden**<sup>34</sup>, und sie haben grundsätzlich auch keinen Anspruch auf "Mitnahme" in die Tochtergesellschaft. Die Vorzugsaktionäre können sich lediglich durch Erhebung der Anfechtungsklage gegen den Zustimmungsbeschluß der Hauptversammlung dagegen schützen, daß an den neuen Vermögensträger ohne sachlich vertretbaren Grund nur bestimmte Aktionäre der Obergesellschaft neben dieser beteiligt werden, und ferner dagegen, daß eine Ausgliederung "unter Wert" auf eine Gesellschaft beschlossen wird, an der neben der Obergesellschaft nur einzelne Aktionäre der Obergesellschaft oder Dritte als Mitgesellschafter beteiligt sind.

**b)** Zufriedenstellen wird dieses Gesamtbild kaum. Dabei ist auch daran zu erinnern, daß es sich, wie eingangs angedeutet, nicht nur um die **Ausgliede-**

rungsfälle handelt, die die Position der Vorzugsaktien betreffen und im nachhinein nachteilig beeinflussen können. Ein funktionierender Kapitalmarkt erkennt derartige Schwächen eines Finanzierungsinstruments und nimmt - zum Nachteil der emittierenden Unternehmen - von vornherein entsprechende Risikozuschläge vor<sup>35</sup> oder lehnt das Papier sogar ab<sup>36</sup>. Dies lenkt zum Abschluß den Blick auf die Vorschläge im derzeit vorliegenden Reformentwurf.

## 5. *Die Regelung im Referentenentwurf 1992*

a) Der "Referentenentwurf eines Gesetzes zur Bereinigung des Umwandlungsrechts" behandelt die Ausgliederung als einen weiteren Unterfall der "Spaltung" neben der Aufspaltung und der Abspaltung. Die Ausgliederung wird dabei verstanden als der Fall der Übertragung von Vermögen auf einen bereits bestehenden oder neu zu gründenden Rechtsträger gegen Gewährung von Gesellschaftsanteilen<sup>37</sup>. Anders als im Fall der Auf- oder Abspaltung erhalten diese Gesellschaftsanteile nicht die Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft, sondern die übertragende Gesellschaft selbst. Dabei besteht die Besonderheit im Vergleich zur rechtsgeschäftlichen Einzelübertragung, z. B. im Rahmen eines Verkaufs oder einer Einbringung von Gegenständen als Sacheinlage, darin, daß sich bei der Ausgliederung der Übergang des Vermögens *uno actu* kraft Gesetzes, mit der Eintragung der Ausgliederung ins Register, vollzieht (§ 131 RefE). Die Ausgliederung kann sich dabei auf das gesamte Vermögen des übertragenden Rechtsträgers (in unserem Fall: einer Aktiengesellschaft) oder auf einzelne Teile desselben beziehen. Im Prinzip<sup>38</sup> steht es den beteiligten Rechtsträgern frei, ob sie den Weg der Ausgliederung oder der Einzelübertragung wählen. Wird der Weg der Ausgliederung beschritten, so müssen die Gesellschafter der an dem Vorgang beteiligten Gesellschaften zustimmen (§ 125 i.V. mit § 13 RefE), und zwar im Fall einer Aktiengesellschaft mit einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals umfaßt (§ 125 i.V. mit § 65 RefE). Dieses Zustimmungserfordernis soll nach der Regelung des Entwurfs aber entfallen, wenn statt der Ausgliederung die Einzelübertragung gewählt wird. Der Gefahr, daß dadurch die Hauptversammlung völlig ausgeschaltet werden könnte, und zwar sogar bei einer Übertragung des gesamten Vermögens der Gesellschaft, will der Entwurf dadurch begegnen, daß der Vorstand den Weg der Ausgliederung (mit der dann notwendigen

Zustimmung der Hauptversammlung) gehen muß, wenn Aktionäre der übertragenden Gesellschaft, deren Anteile zusammen mindestens den zwanzigsten Teil des Grundkapitals erreichen, dies schriftlich verlangen (§ 141 RefE). Der Entwurf will damit die Unsicherheiten<sup>39</sup> vermeiden, die sich in der Praxis aus der Umsetzung der Holzmüller-Entscheidung ergeben haben (wann liegt eine zustimmungsbedürftige Ausgliederung eines wertvollen Betriebsteils oder wesentlichen Vermögensteils vor<sup>40</sup>?).

An dieser Lösung ist berechtigte Kritik geübt worden<sup>41</sup>, die hier mit Bezug auf die Vorzugsaktionäre fortzuschreiben ist: Sie mögen zwar den Antrag gemäß § 141 RefE stellen können, wenn sie denn von dem Vorhaben erfahren, denn eine zwingende Unterrichtung durch den Vorstand sieht der Entwurf nicht vor. Auch wenn das Vorzugsaktienkapital 5 % überschreitet, ist wegen der bekannten Kosten kollektiven Handelns bei Splitterbesitz äußerst fraglich, ob ein solcher Antrag gestellt werden könnte. Der zugunsten der (Vorzugs-)Aktionäre eingreifende Schutz vor nachträglichen evtl. auf sie nachteilig wirkenden Maßnahmen darf weder von der vom Vorstand gewählten Form (Einzelübertragung oder Ausgliederung) noch davon abhängig gemacht werden, ob sich 5 % des Grundkapitals für einen entsprechenden Antrag finden lassen oder nicht. Auf der anderen Seite erscheint es ebenfalls als unangebracht, daß jede noch so unbedeutende Ausgliederung von Vermögensteilen auf Antrag dem Votum der Hauptversammlung unterstellt werden können soll.

b) Wie ist nun der Schutz der Vorzugsaktionäre der Obergesellschaft nach dem Entwurf inhaltlich ausgestaltet, nachdem das Ausgliederungsverfahren einmal eingeleitet ist? An dem Zustimmungsbeschluß wirken sie als Inhaber stimmrechtsloser Anteile nicht mit. Nach § 125 i.V. mit § 23 RefE sind vielmehr “den Inhabern von Rechten in einem übertragenden Rechtsträger, die kein Stimmrecht gewähren, insbesondere den Inhabern von Anteilen ohne Stimmrecht ... gleichwertige Rechte in dem übernehmenden Rechtsträger zu gewähren”. Für die Erfüllung dieser Verbindlichkeit sollen nach § 132 Abs. 2 S. 1 RefE die an der Ausgliederung beteiligten Rechtsträger “als Gesamtschuldner haften”. Der Entwurf berücksichtigt freilich bereits selbst, daß dies zu erheblichen praktischen Schwierigkeiten und Nachteilen führen könnte, insbesondere in Fällen, in denen Vermögen auf ein Unternehmen anderer

Rechtsform, an dem bereits Dritte beteiligt sind, übertragen wird. Auf diese Probleme ist bereits oben hingewiesen worden<sup>42</sup>. Aus diesem Grund läßt § 132 Abs. 2 S. 2 RefE zu, daß die "gleichwertigen Rechte" auch in dem übertragenden Rechtsträger gewährt werden können.

Auch diese Regelung sollte insbesondere mit Bezug auf die Vorzugsaktien nochmals überprüft werden. Die Vorschrift, daß im Fall einer Ausgliederung den Vorzugsaktionären der übertragenden Gesellschaft "gleichwertige Rechte" in eben demselben übertragenden Rechtsträger gewährt werden können, ist schwer verständlich. Soll es sich dabei um weitere Vorzugsaktien, eine Verbesserung der bisherigen Ausstattung (zu Lasten der Stammaktionäre?) oder um einen schuldrechtlichen Ausgleichsanspruch wegen allfälliger Werteinbußen handeln? Letzteres würde Bedenken wegen des Vorrangs des Fremdkapitalgeberschutzes begeben; Vorzugsaktionäre und Inhaber von Gewinnschuldverschreibungen dürfen insoweit nicht auf eine Stufe gestellt werden.

c) Eine abweichende und wohl vorzugswürdige Lösung bestände darin, den der Ausgliederung widersprechenden Aktionären die Möglichkeit zu eröffnen, aus der Gesellschaft auszuscheiden, natürlich nur unter strikter Beachtung der Schutzvorschriften zugunsten der Gläubiger. Dieses Recht sollte den Aktionären freilich nur dann eingeräumt werden, wenn die Ausgliederung das gesamte oder doch einen wesentlichen Teil des Vermögens der Obergesellschaft betrifft<sup>43</sup>. Eine solche Lösung würde den Vorzug verdienen sowohl vor einer richterlichen Überprüfung einer Ausgliederung auf ihre **Erforderlichkeit** und **Verhältnismäßigkeit** als auch vor dem Vorschlag, den ansonsten stimmrechtslosen Vorzugsaktien im Fall einer derartigen Grundlageneentscheidung das Stimmrecht einzuräumen. Einzelheiten können freilich an dieser Stelle nicht erörtert werden. So wäre z. B. zu prüfen, ob ein Austrittsrecht dann versagt werden sollte, wenn die Satzung bereits bei Schaffung der Vorzugsaktien eine Ausgliederung ausdrücklich zuließ. Ferner müßte bei einer solchen Regelung insbesondere auch der Schutz der dissentierenden Stammaktionäre der Obergesellschaft mitbedacht werden. Angefügt sei noch, daß die Möglichkeit, Aktien über die Börse oder im Freiverkehr veräußern und dadurch "austreten" zu können, ein Recht zum Austritt gegen Abfindung nicht ersetzen kann<sup>44</sup>.

### III. Kapitalerhöhung in der Tochter

Bisher ist lediglich der Vorgang der Ausgliederung nach unten betrachtet worden, und seine denkbaren nachteiligen Wirkungen, die sich u. U. in der Folge für die Vorzugsaktionäre ergeben, sind nur in einem allgemeinen Sinne beschrieben worden. Eine umfassende Untersuchung hätte sich genauer mit einzelnen Maßnahmen und Gefahrenlagen zu befassen, die sich im Gefolge einer Ausgliederung ergeben können. Als Beispiele sei hier nur auf die Rücklagenbildung im Konzern<sup>45</sup>, die Änderung des Tätigkeitsbereichs der Tochtergesellschaft<sup>46</sup>, den Abschluß von Unternehmensverträgen mit Dritten durch die Tochter oder die Veräußerung der Tochter durch die Obergesellschaft verwiesen. Die folgenden Bemerkungen beschränken sich auf die Ausgabe neuer Aktien oder Geschäftsanteile in der Tochter nach erfolgter Ausgliederung.

In der Holz Müller-Entscheidung hat der Bundesgerichtshof auf die besonderen Gefahren für die Aktionäre der Obergesellschaft hingewiesen, die diesen drohen, wenn nach einer Ausgliederung des wertvollsten Teils des Betriebsvermögens auf eine zu diesem Zweck errichtete 100%ige Tochtergesellschaft später deren Kapital erhöht wird. Dadurch könne die Mitgliedschaft in der Obergesellschaft beeinträchtigt, ihr Wert verwässert, und ihre Bezugsrechte könnten ausgehöhlt werden. Dabei könne der Fall, daß die Obergesellschaft das Bezugsrecht bei der Tochter voll ausnutze, nicht grundsätzlich ausgenommen werden. Im Hinblick darauf sei, so der Senat, die Obergesellschaft jedem ihrer Aktionäre gegenüber verpflichtet, für Kapitalerhöhungen in der Tochtergesellschaft die Zustimmung ihrer Hauptversammlung mit der Mehrheit einzuholen, die für eine entsprechende Maßnahme in der Obergesellschaft selbst erforderlich wäre<sup>47</sup>. Die Entscheidung läßt offen, ob diese Grundsätze auch dann gelten sollen, wenn es sich nicht um eine zu 100 % beherrschte Tochtergesellschaft handelt<sup>48</sup>, oder wenn die Hauptversammlung bereits der Ausgliederung mit satzungsändernder Mehrheit zugestimmt hat<sup>49</sup>. Die Literatur hat sich gerade zu diesem Teil der Entscheidung überwiegend kritisch geäußert<sup>50</sup>. Dem ist hier nicht nachzugehen, sondern es sind nur die die Vorzugsaktionäre betreffenden Fragen aufzugreifen. Dabei erscheint es als zweckmäßig, die Kapitalerhöhung mit Ausübung des Bezugsrechts seitens der Obergesellschaft und unter Ausschluß ihres Bezugsrechts getrennt zu erörtern.

## 7. *Ausübung des Bezugsrechts durch die Obergesellschaft*

a) Jede Kapitalerhöhung, die von der Muttergesellschaft gegen Einlagen in der Tochter durchgeführt wird, bedeutet eine weitere Verlagerung von Vermögen auf die Tochtergesellschaft und führt damit als "Zusatzgründung" oder "Zusatzausgliederung" im Prinzip zu den gleichen Auswirkungen auf die Rechtsstellung der Vorzugsaktionäre der Obergesellschaft, wie sie oben für die Ausgliederung als solche beschrieben worden sind<sup>51</sup>. Auch wenn man nun mit dem Bundesgerichtshof den Vorstand der Obergesellschaft für verpflichtet hält, bei jeder Kapitalerhöhung gleich welchen Umfangs in einer Tochter, auf welche ursprünglich der wertvollste Teil des Betriebsvermögens ausgegliedert worden war, die Zustimmung der Hauptversammlung "oben" einzuholen, führt dies jedenfalls nicht zu einem Mitentscheidungsrecht der im übrigen stimmrechtslosen Vorzugsaktionäre hierbei. Insoweit kann für die "Zusatzausgliederung" im Wege einer Kapitalerhöhung nichts anderes als für die ursprüngliche Ausgliederung selbst gelten. Diese Parallele zur Ausgliederung setzt freilich voraus, daß die Obergesellschaft bei der Kapitalerhöhung, wie im Fall der Ausgliederung, die auf sie entfallenden Anteile übernimmt, also nicht ihr Bezugsrecht ausgeschlossen wird; auf den Bezugsrechtsausschluß sowie auf die spätere Anteilsveräußerung nach Bezugsrechtsausübung ist gesondert einzugehen<sup>52</sup>.

b) Bei diesem Ergebnis bleibt es auch dann, wenn neben der Obergesellschaft an der betreffenden Tochter Dritte als Gesellschafter beteiligt sind, die ihrerseits ebenfalls an der Kapitalerhöhung teilnehmen. Zur Begründung hierfür läßt sich zwar nicht darauf verweisen, daß ja auch bei einer Kapitalerhöhung in der Obergesellschaft selbst den Vorzugsaktionären kein Mitentscheidungsrecht zusteht, solange dort keine vor- oder gleichrangigen Vorzugsaktien ausgegeben werden (§ 141 Abs. 2 AktG). Denn, wie bereits näher ausgeführt wurde, berührt die Beteiligung Dritter als Mitgesellschafter in der Tochter den Anspruch der Vorzugsaktionäre der Obergesellschaft auf vorrangige Berücksichtigung bei der Verteilung der mit dem ausgegliederten Vermögen erzielten Gewinne. Die Ausgabe von Stammaktien oder Geschäftsanteilen ohne Gewinnvorzug "unten" wirkt sich anders als die Ausgabe von Stammaktien "oben" aus<sup>53</sup>. Es ist aber ebenfalls bereits dargelegt worden, daß § 141 Abs. 2 AktG dennoch nicht auf die Beteiligung Dritter

am ausgegliederten Gesellschaftsvermögen entsprechend angewandt werden kann<sup>54</sup>. Für die Teilnahme solcher Mitgesellschafter der Obergesellschaft in der Tochter an einer späteren Kapitalerhöhung dort kann dann nichts anderes gelten.

Zweifel könnten sich insofern allenfalls ergeben, wenn im Rahmen der Kapitalerhöhung unten **Vorzugsaktien** ausgegeben werden, die im Fall einer Kapitalerhöhung oben ein Mitentscheidungsrecht nach § 141 Abs. 2 AktG auslösen würden. Es erschiene jedoch als willkürlich, eine Unterscheidung zwischen der Ausgabe von Stammaktien oder von Vorzugsaktien in der Tochter vorzunehmen. Die Emission von Stammaktien oder von Vorzugsaktien in der Tochter stellt sich für die Vorzugsaktionäre oben allenfalls als graduell unterschiedliche wirtschaftliche Beeinträchtigung ihres Gewinnvorzugs dar. Auf solche mittelbaren wirtschaftlichen Beeinträchtigungen des Gewinnvorrechts der Vorzugsaktionäre der Obergesellschaft, die in verschiedensten Formen herbeigeführt und sich auf unterschiedlichsten Wegen ergeben können, ist § 141 Abs. 2 AktG, wie ausgeführt, nicht zugeschnitten und nicht anwendbar. Den Schutz der Vorzugsaktionäre soll insoweit vor allem § 140 Abs. 2 AktG übernehmen.

c) Darüber hinaus stellt sich auch hier wieder die Frage, ob die Vorzugsaktionäre ein Recht darauf haben, sich an der Kapitalerhöhung in der Tochter zu beteiligen, und ob sie dies gegebenenfalls durchsetzen könnten. Im Grundsatz ist dies zu verneinen.

Natürlich ist es der Hauptversammlung, wenn sie entsprechend den in BGHZ 83, 122 "Holzmüller" entwickelten Grundsätzen intern über die Kapitalerhöhung in der Tochter beschließt<sup>55</sup>, unbenommen, das Bezugsrecht der Obergesellschaft selbst auszuschließen und statt dessen ihren Aktionären ein Bezugsrecht einzuräumen<sup>56</sup>. In einem solchen Fall haben die Vorzugsaktionäre ein gleiches Bezugsrecht<sup>57</sup>. Sollte gerade dies ausgeschlossen werden, so bedürfte diese Ungleichbehandlung eines sachlich rechtfertigenden Grundes. Die wichtigere Frage ist freilich, ob die Vorzugsaktionäre den Beschluß der Hauptversammlung, mit dem diese der Zuteilung der neuen Aktien oder Geschäftsanteile an die Gesellschaft als solche statt an deren Aktionäre zustimmt, gerade deswegen anfechten könnten. Die überwiegende Auffassung in der Literatur, die insoweit schon eine Hauptversammlungszuständigkeit

bestreitet, verneint dies<sup>58</sup>. Ebenso scheint der Bundesgerichtshof, auch wo er einen Zustimmungsbeschluß der Hauptversammlung zur Kapitalerhöhung in der Tochter fordert, in den an dieser Stelle interessierenden Fällen, in denen das Bezugsrecht der Gesellschaft selbst nicht ausgeschlossen wird, die in BGHZ 71, 40 "Kali & Salz" entwickelten Grundsätze der Inhaltskontrolle nicht für anwendbar zu halten<sup>59</sup>. Dem ist uneingeschränkt zuzustimmen<sup>60</sup>. Dabei erscheint allerdings die gelegentlich in der Literatur anzutreffende Begründung, es handele sich bei der Kapitalerhöhung in der Tochter lediglich um einen konzerninternen Finanzierungsvorgang, der die Rechte der Aktionäre der Obergesellschaft nicht berühre, in dieser Allgemeinheit als problematisch. Dies trifft jedenfalls nicht zu in Fällen, die der Ausgliederung eines wesentlichen Betriebsteils durch Sachgründung und Einbringung in eine Tochter gleichstehen. Insoweit ist vielmehr auf dieselben Erwägungen zu verweisen, die oben für die ursprüngliche Ausgliederung zur Frage einer "Mitnahme" der Vorzugsaktionäre in die Tochter und zur Inhaltskontrolle des Zustimmungsbeschlusses zu einer Ausgliederung angestellt worden sind<sup>61</sup>. Anzufügen bleibt noch, daß grundsätzlich nichts anderes gelten kann, wenn der Vorstand darauf verzichtet, die Zustimmung der Hauptversammlung zur Kapitalerhöhung einzuholen, etwa, weil es sich um einen Fall von minderer Bedeutung für die Obergesellschaft handelt. Die Entscheidung des Vorstands, allein die Obergesellschaft und nicht deren Aktionäre an der Kapitalerhöhung in der Tochter teilnehmen zu lassen, ist keiner Kontrolle nach anderen Maßstäben zu unterwerfen.

## 2. ***Ausschluß des Bezugsrechts der Obergesellschaft und Beteiligungsveräußerung***

a) Sehr viel schwieriger und demzufolge auch umstrittener ist die Rechtslage, wenn im Zuge einer Kapitalerhöhung in der Tochter Dritte beteiligt werden, also das Bezugsrecht der Obergesellschaft ausgeschlossen werden soll. Anders als im Fall des Bezugsrechtsausschlusses bei einer Kapitalerhöhung in der Obergesellschaft selbst führt der Bezugsrechtsausschluß in der Tochter für die Aktionäre der Obergesellschaft zwar nicht zu einer unmittelbaren Verschiebung ihrer Anteile am Gesellschaftsvermögen und ihrer Stimmrechtsquoten, die sich dann unter Umständen sogar als Verlust einer Sperrminorität oder sogar von Minderheitsrechten auswirken könnte.

Ebenso kann die Obergesellschaft durch einen Bezugsrechtsausschluß in der Tochter, anders als im Fall einer Kapitalerhöhung "oben", nicht selbst in eine (Konzern-)Abhängigkeit geraten. Dennoch können sich zumindest teilweise ähnliche nachteilige Effekte als Folge des Bezugsrechtsausschlusses "unten" auch für die Gesellschafter der Obergesellschaft ergeben: Die ausgegebenen Anteile können unterbewertet sein, und dadurch kann das Vermögen der Obergesellschaft und damit der Anteilsbesitz ihrer Aktionäre verwässert werden. Und bei Abgabe von Kontrollrechten an Dritte (Sperrminorität oder gar Stimmenmehrheit) vermindert sich dementsprechend der Einfluß der Gesellschafter der Obergesellschaft auf den Einsatz und die Verwendung des von ihnen aufgebrauchten Vermögens noch weiter.

Streitig sind die Folgerungen, die aus diesem Befund zu ziehen sind: Der Bundesgerichtshof folgt dem einmal eingeschlagenen Weg und fordert hier erst recht einen Hauptversammlungsbeschluß der Obergesellschaft, wobei der Ausschluß des Bezugsrechts sowohl der Obergesellschaft selbst wie ihrer Aktionäre einer Inhaltskontrolle nach gleichen Maßstäben unterworfen werden soll, wie sie in BGHZ 71, 40 "Kali & Salz" für die reguläre Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluß entwickelt worden sind<sup>62</sup>. Die Ansichten in der Literatur hierzu sind geteilt: Ein Teil lehnt eine interne Mitwirkung der Hauptversammlung der Obergesellschaft auch im Fall des Bezugsrechtsausschlusses ab und legt die Wahrung der Interessen der Aktionäre in die Hände der Verwaltung<sup>63</sup>, während andere sich, freilich mit je unterschiedlichen Abgrenzungen im einzelnen, für eine interne Mitwirkung der Hauptversammlung der Obergesellschaft und z. T. darüber hinaus auch für eine strenge Inhaltskontrolle dieses Beschlusses aussprechen<sup>64</sup>.

b) Was die hier allein interessierende Frage nach der Rechtsstellung der Vorzugsaktionäre der Obergesellschaft betrifft, so kann die Antwort nicht anders ausfallen als im Fall der Ausgliederung auf eine Tochter, an der sich neben der Obergesellschaft von vornherein Dritte als Mitgesellschafter **beteiligen**<sup>65</sup>. Selbst wenn die Hauptversammlung der Obergesellschaft entsprechend den in BGHZ 83, 143 f. "Holzmüller" niedergelegten Grundsätzen über die Kapitalerhöhung in der Tochter befindet und dabei das Bezugsrecht der Obergesellschaft und ihrer Gesellschafter ausschließt, können die im übrigen stimmrechtslosen Vorzugsaktionäre aus den oben dargelegten Gründen hier-

bei nicht mitentscheiden<sup>66</sup>. Wohl aber können sie diesen **Zustimmungsbeschuß** anfechten, wenn der Betrag, zu dem die Anteile unten an einzelne Mitgesellschafter oder Dritte ausgegeben werden sollen, unangemessen niedrig ist (§ 255 Abs. 2 **AktG** analog), oder wenn unter Verstoß gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz (§ 53 a **AktG**) nur einzelne Aktionäre der Obergesellschaft an der Kapitalerhöhung unten beteiligt werden **sollen**<sup>67</sup>.

c) Zwei Fragen sind allerdings noch offen: Sollten die Vorzugsaktionäre der Obergesellschaft erzwingen können, daß der Vorstand die Hauptversammlung zur Kapitalerhöhung befragt, damit sie diese Entscheidung überprüfen und notfalls mit der Anfechtungsklage (§§ 243, 255 Abs. 2 **AktG**) angreifen können? Und sollte ein solcher Zustimmungsbeschuß einer Inhaltskontrolle nach "Kali & Salz"-Grundsätzen (**BGHZ** 71, 40) unterworfen werden? Gegen diese in der Tat vom II. Senat in der Holzmüller-Entscheidung vorgezeichnete Linie bestehen Bedenken, ohne daß hierauf an dieser Stelle ausführlich eingegangen werden könnte<sup>68</sup>.

Der entscheidende Schritt ist die Ausgliederung des ganzen oder eines wesentlichen Teils des Gesellschaftsvermögens auf einen anderen Rechtsträger gegen Erwerb von Anteilen hieran, sei es im Wege der Neugründung einer Tochtergesellschaft, sei es im Wege einer Sacheinlage im Rahmen einer Kapitalerhöhung dort. Ist dieser Schritt einmal auf satzungsmäßiger Grundlage und mit Zustimmung der Hauptversammlung oben vollzogen, dann steht die weitere Verwaltung dieses ausgegliederten Teils des Geschäftsvermögens Vorstand und **Aufsichtsrat**<sup>69</sup> der Obergesellschaft zu. Dazu gehören auch die Vornahme von Satzungs- und Strukturänderungen in der Tochter und damit im Prinzip auch die Aufnahme neuer Gesellschafter unten durch Anteilsveräußerung oder im Wege der Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluß, sofern nicht die Satzung der Obergesellschaft dies zulässigerweise<sup>70</sup> ausschließt. Freilich ist richtig, daß die Aufnahme neuer Gesellschafter unten zu Nachteilen oder Gefährdungen für die Obergesellschaft und deren Aktionäre führen kann (Verwässerung; Verstärkung des Einflusses einzelner Aktionäre der Obergesellschaft durch Zuteilung des Bezugsrechts nur an diese; Abgabe der Kontrolle über die Tochter an Dritte). Insoweit ist aber darauf hinzuweisen, daß die Leitungsmacht der Verwaltung der Obergesellschaft nicht ungebunden ist. So hat sie

zunächst einmal die Schranken der Satzung zu beachten. Sie darf also z. B. nicht, wenn die Satzung der Obergesellschaft als Unternehmensgegenstand die Ausübung einer bestimmten Tätigkeit vorsieht, eine entsprechende unternehmerische Beteiligung durch Anteilsverkauf an Dritte oder Unterstellung der Tochter unter einen Unternehmensvertrag mit einem anderen Unternehmen oder durch Abgabe von Anteilen an der Tochter im Wege der Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluß in ein passives Investment in der Tochter umwandeln, das eine aktive Verfolgung des satzungsmäßigen Unternehmensgegenstands nicht mehr ermöglicht. Darüber hinaus ist das geschäftspolitische Ermessen der Verwaltung auch dadurch beschränkt, daß sie verpflichtet ist, überall die Interessen der Obergesellschaft wahrzunehmen (§ 93 AktG) und die Aktionäre der Obergesellschaft nicht ohne sachliche Rechtfertigung ungleich zu behandeln (§ 53 a AktG). Die Verwaltung hat also zu prüfen, ob der Bezugsrechtsausschluß im Interesse der Obergesellschaft und ihrer Aktionäre liegt, ob der Ausgabekurs angemessen ist usw. Freilich mag der Hinweis auf die Pflichten der Verwaltung wegen der Schwächen des geltenden Rechts, diese Pflichten auch durchsetzen zu können (vgl. § 147 Abs. 3 AktG), unbefriedigend erscheinen. Die Korrektur sollte dann aber nicht über die Entwicklung weitgehender ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten und richterlicher Inhaltskontrolle der entsprechenden Beschlüsse erfolgen. Sondern es sollte - neben dem bereits erwähnten Austrittsrecht im Zeitpunkt der Ausgliederung - über eine Ausweitung der Berichtspflichten der Verwaltung an die Aktionäre und auch über eine Verbesserung des Schutzes der Aktionäre vor sie benachteiligendem Handeln der Verwaltung nachgedacht werden.

#### IV. Umgehung des § 139 Abs. 2 AktG

Die derzeit zu beobachtende zunehmende Entwicklung börsenfähiger Tochtergesellschaften<sup>71</sup> weist auf ein weiteres Problem hin, das in unseren Zusammenhang gehört und zum Abschluß jedenfalls kurz behandelt werden soll. Nach § 139 Abs. 2 AktG dürfen Vorzugsaktien ohne Stimmrecht nur bis zu einem Gesamtnennbetrag in Höhe des Gesamtnennbetrages der anderen Aktien ausgegeben werden. Maximal 50 % der Aktien einer Gesellschaft dürfen also stimmrechtslose Vorzugsaktien sein. Hier stellt sich die Frage, ob in der Tochter- oder Enkelgesellschaft ausgegebene Vorzugsaktien mit den

Vorzugsaktien der Mutter zusammenzurechnen, zu konsolidieren sind, so daß es für die 50%-Schwelle des § 139 Abs. 2 AktG im Konzernverbund nicht auf die einzelne Gesellschaft, sondern auf alle verbundenen Unternehmen ankäme. In der Literatur werden sogar gelegentlich "mehrstufige Finanzierungsstrategien" vorgeschlagen, die es einer Familie oder Familienholding ermöglichen sollen, durch Einsatz u. a. von stimmrechtslosen Vorzugsaktien auf mehreren Konzernebenen erhebliche Eigenmittel zu beschaffen, ohne daß die Familie oder Holding den Einfluß auf das Gesamtunternehmen verliere<sup>72</sup>. Der Vorschlag erinnert an den aus der Konzernfinanzierung in ähnlichem Zusammenhang auftretenden "Pyramideneffekt"<sup>73</sup>. Zu prüfen ist, ob derartigen Finanzierungsstrategien, soweit sie darauf abzielen, den § 139 Abs. 2 AktG zu umgehen, entgegengetreten werden sollte.

#### 7. *Ratio der Vorschrift*

Nach der Amtlichen Begründung zum Aktiengesetz 1937 soll § 139 Abs. 2 AktG ausschließen, daß "die Stammaktionäre mit dem ihnen allein zustehenden Stimmrecht die Gesellschaft beherrschen, ohne sich an der Aufbringung des Kapitals ausreichend zu beteiligen"<sup>74</sup>. *Reuter* hat dies so formuliert, daß ohne die Vorkehrung des § 139 Abs. 2 AktG im Ergebnis die Gefahr "risikofreier Herrschaft" drohe<sup>75</sup>.

Das Auseinanderfallen von Stimmrechtsmacht einerseits und Ergebnisbeteiligung andererseits kann zu verschiedenen Gefahren führen<sup>76</sup>. Dies wird deutlich, wenn man den theoretischen Grenzfall bildet, daß den stimmberechtigten Stammaktionären gar kein Gewinnbezugsrecht oder Liquidationsanteil mehr zustände. In einem solchen Fall bestände für die Stammaktionäre entweder kein Anreiz mehr, ihre Mitverwaltungs- und Kontrollrechte gegenüber der Verwaltung im Sinne einer Unternehmenswertmaximierung einzusetzen, einmal, weil nicht einmal die für Stimmrechtsausübung und Verwaltungskontrolle anfallenden Kosten gedeckt würden, zum anderen, weil Interesse und Engagement für andere Investments außerhalb der Gesellschaft in der Regel lohnender wären. Oder aber die stimmberechtigten Aktionäre würden ihre Verwaltungs- und Kontrollrechte benutzen, um sich hiermit auf Kosten der gewinnberechtigten Vorzugsaktionäre "private Vorteile" außerhalb der regulären Gewinnerzielung und -Verteilung zu verschaffen. Um diesen Problemen zu begegnen, wäre als gesetzgeberische Maßnahme zunächst einmal eine gesetzliche Begrenzung des Höchstsatzes des Vorzugs der nicht stimmberechtigten Aktien in Betracht gekommen. Davon hat der Gesetzgeber aber bewußt abgesehen in der Erwartung, daß die Stammaktionäre den Vorzugsbetrag von vornherein nicht zu einer für sie nachteiligen Höhe festsetzen würden<sup>77</sup>. Außerdem würde eine solche Begrenzung die mit dem Auseinanderfallen von Stimmrechtsmacht und Ergebnisbeteiligung u. U. ver-

bundenen Gefahren nicht völlig ausschließen können, nämlich wenn schon der *Kapitalanteil* und natürlicherweise infolgedessen auch der Gewinnanteil des bzw. der allein stimmberechtigten Aktionäre im Verhältnis zum Vorzugsaktienkapital zu klein bemessen wären: Die Kosten des Einsatzes der Mitverwaltungs- und Kontrollrechte, insbesondere die Kosten der Verwaltungskontrolle, mögen dann eben die hieraus zu erwartenden Erträge übersteigen, es sei denn, daß es sich bei diesen Erträgen um irreguläre "private" Vorteile für die stimmberechtigten Aktionäre zum Nachteil der stimmrechtslosen Aktionäre handelt. Oder, wenn das in der betreffenden Gesellschaft investierte Kapital im Verhältnis zum Gesamtvermögen des oder der stimmberechtigten Aktionäre klein ist, dann mögen diese eher geneigt sein, eine riskante Unternehmenspolitik zu unterstützen, oder es mag ihr Interesse und ihr Engagement für andere Investments außerhalb der betreffenden Gesellschaft größer sein, und sie deshalb von einer durchgreifenden Vertretung der Eigenkapitalgeberinteressen abhalten.

Aus diesen Gründen hat der Gesetzgeber die 50%-Schranke des § 139 Abs. 2 AktG festgesetzt, die nicht unterschritten werden darf. Hinter der einfachen Stimmenmehrheit (§ 133 AktG) braucht zwar keine volle Kapitalmehrheit zu stehen, wohl aber eine Beteiligungsquote von mehr als 25 % und eben nicht von z. B. 10 % oder gar 5 %. Der Gesetzgeber hat damit einen Ausgleich versucht zwischen der Forderung, den Gesellschaften und dem Kapitalmarkt ein weiteres Finanzierungsinstrument zwischen Aktie und Anleihe anzubieten, und der Notwendigkeit, die mit der Schaffung einer solchen Finanzierungsform u. U. auftretenden Interessenkonflikte und sonstigen Nachteile zu beschränken. Der Kompromißcharakter der Norm kommt deutlich auch darin zum Ausdruck, daß der Mindestanteil an stimmberechtigten Aktien im Verhältnis zum Gesamtnennbetrag aller Aktien im Verlauf der Entwicklung sukzessiv reduziert worden ist<sup>78</sup>

## 2. *Konsolidierungszwang?*

a) Wie bereits angedeutet, könnte die Quotenregelung des § 139 Abs. 2 AktG, wenn es denn darauf ankäme, an sich ohne weiteres durch Einschaltung selbständiger Tochter- und Enkelgesellschaften ausgeschaltet werden. Theoretisch könnten stimmberechtigten Stammaktien im Nennbetrag von 50 000,- auf der Ebene der Holding Vorzugsaktien in derselben Höhe dort und weitere 100 000,- Vorzugsaktien auf der Ebene der Tochter gegenübergestellt werden, sofern das Kapital der Mutter in vollem Umfang an die Tochter weitergegeben, und diese hierfür eine entsprechende Beteiligung übernehmen würde. Praktisch mag freilich vielleicht weniger zu befürchten

sein, daß mehrere rechtlich selbständige Holding- oder Unternehmensträgergesellschaften gerade zu dem Zweck untereinandergeschaltet werden, um auf mehreren Ebenen unter Umgehung des § 139 Abs. 2 AktG Vorzugsaktienkapital aufnehmen zu können. Aber es mag doch Überlegungen im Einzelfall geben, eine bereits bestehende Struktur auch in diesem Sinne zu nutzen. Man könnte angesichts dieser Umgehungsmöglichkeiten daran denken, § 139 Abs. 2 AktG für Konzernverhältnisse fortzuentwickeln. So könnte man z. B. daran denken, daß Vorzugsaktien in verbundenen Unternehmen, bei denen es sich um Mutter- oder Tochterunternehmen i.S. des § 290 Abs. 2 HGB handelt, zusammenzurechnen sind, und daß ihr Gesamtnennbetrag den Gesamtnennbetrag der stimmberechtigten Aktien in den betreffenden Unternehmen nicht übersteigen darf. Dabei müßten allerdings wohl die Beteiligungen der dem Mutterunternehmen gehörenden stimmberechtigten Anteile an den einbezogenen Tochterunternehmen abgezogen werden. Ferner wäre zu überlegen, ob es neben einer solchen Regel für jede einzelne der miteinander verbundenen Gesellschaften bei der Anwendbarkeit des § 139 Abs. 2 AktG bleiben müßte. Hauptversammlungsbeschlüsse, die die Ausgabe von Vorzugsaktien unter Verstoß gegen diese Regeln ermöglichen würden, wären als nichtig (§ 241 Nr. 3 AktG) anzusehen und dürften nicht eingetragen werden<sup>79</sup>.

b) Diese wenigen Überlegungen zeigen schon, daß de lege lata die Entwicklung eines solchen oder ähnlichen Konsolidierungszwangs nicht in Betracht kommen kann. Der Gesetzgeber hat die beschriebene Umgehungsmöglichkeit entweder nicht gesehen oder ihr nicht eine solche Bedeutung beigemessen, daß er eine derartige Regel für erforderlich gehalten hätte. Jedenfalls bisher hat sich hierfür auch noch kein dringendes praktisches Bedürfnis gezeigt, das es rechtfertigen könnte, eine derartige detaillierte technische Regel, die in der beschriebenen, aber auch in einer ganz anderen Weise vom Gesetzgeber ausgestaltet werden könnte, im Wege der Rechtsfortbildung zu entwickeln, und sie sodann auf sämtliche Unternehmensverbindungen unabhängig davon anzuwenden, ob die konzernweite Überschreitung des § 139 Abs. 2 AktG bewußt in Umgehungsabsicht vorgenommen worden ist, oder ob sie sich nur zufällig, z. B. durch Hinzuerwerb einer Beteiligung an einem Unternehmen mit bereits ausgegebenen Vorzugsaktien, ergeben hat. De lege lata wird man es vielmehr dabei belassen kön-

nen und müssen, daß der Kapitalmarkt derartige **Finanzierungsstrategien**, sollten sie tatsächlich einmal zur Umgehung des § 139 Abs. 2 **AktG** eingesetzt werden, erkennt und die ausgegebenen Papiere entsprechend bewertet.

- 1 Vgl. den Referentenentwurf eines Gesetzes zur Bereinigung des Umwandlungsrechts vom 15.4.1992; dazu die Beiträge in ZGR 1993 Heft 3.
- 2 Die jüngste vorzügliche monografische Bearbeitung zum Thema Vorzugsaktien findet sich bei T. Bezenberger, Vorzugsaktien ohne Stimmrecht, 1990. Die Arbeit klammert konzernrechtliche Fragen aus, a.a.O. S. 1.
- 3 Vgl. OLG München, ZIP 1993, 1001, 1002 r.Sp.; dazu LG Bielefeld 6 O 71/92 (unveröffentlicht).
- 4 § 23 RefE (s. Fn. 1) dehnt den sogenannten Verwässerungsschutz des § 347 a AktG im Fall der Verschmelzung auch auf Vorzugsaktien ohne Stimmrecht aus. De lege lata dazu etwa Schilling, Aktiengesetz, Großkommentar Bd. IV, 3. Aufl. 1975, § 339 Anm. 8.
- 5 "Vorzugsaktien ohne Stimmrecht dürfen nur bis zu einem Gesamtnennbetrag in Höhe des Gesamtnennbetrags der anderen Aktien ausgegeben werden."
- 6 Zu den im folgenden nicht erörterten formellen Voraussetzungen an eine Ausgliederung von Unternehmensteilen (Satzungsermächtigung; Notwendigkeit eines gesonderten Hauptversammlungsbeschlusses und Mehrheit hierfür) statt aller Koppensteiner, Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 6, 2. Aufl. 1987, Vorb. § 291 Rdnr. 17 ff.
- 7 Vgl. die Nachweise unten N. 10, 50.
- 8 Bekanntlich geht die Praxis jedenfalls bisher nicht auf die Vorschläge der Literatur zur Rücklagenbildung und Gewinnausschüttung in verbundenen Unternehmen ein; s. dazu etwa Lutter, Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 1, 2. Aufl. 1988, § 58 Rdn. 38 ff.
- 9 Allgemein zum "Mediatisierungseffekt" durch Ausgliederung Hirte, Bezugsrechtsausschluß und Konzernbildung, 1986, 156 f., mit umfangreichen Nachweisen.
- 10 BGHZ 83, 122; zur Kritik der Literatur vor allem am methodischen Vorgehen etwa K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 1991, S. 731 f. m.w.Nachw.; zur Frage, ab welcher Schwelle das Zustimmungserfordernis eingreift, Wiedemann, Die Unternehmensgruppe im Privatrecht, 1988, S. 55 f. m.Nachw.
- 11 Zöllner, Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. I, 1. Auflage 1984, § 141 Rdn. 4; Barz, Aktiengesetz, Großkommentar, Bd. I/2, 3. Auflage 1973, § 141 Anm. 2; Hefermehl in: Geßler u. a., Aktiengesetz, Bd. 2, 1973/74, § 141 Rdn. 3; Werner, Die AG 1971, 70; Hüffer, Aktiengesetz, 1993, § 141 Rdnr. 4; in der Terminologie abweichend T. Bezenberger (N. 2) S. 144.
- 12 Entwurf eines Gesetzes, betreffend die KGaA und AG, Aktenstück Nr. 21 vom 7. März 1884, Allgemeine Begründung, Abdruck in:

- Schubert/Hommelhoff, Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1985, S. 423.
- 13 Eingehend zur Entstehungsgeschichte und zum Zweck des § 141 Abs. 2 AktG T. Bezenberger (N. 2), S. 140 ff.
- 14 Werner Die AG 1971, 40 f.; Zöllner (N. 11) § 141 Rdn. 18; für analoge Anwendung des § 141 Abs. 2 AktG bei Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen, Gewinnschuldverschreibungen und Genußrechten T. Bezenberger (N. 2) S. 167 ff.; einschränkend Hefermehl (N. 1 1), § 141 Rdnr. 9.
- 15 Vgl. die Nachweise oben in N. 10.
- 16 Zur Regelung des Referentenentwurfs 1992 unten 6.
- 17 Vgl. insofern zur Rechtslage in den U.S.A. Gabriele Klein, Vorzugsaktien in der Bundesrepublik Deutschland und den Vereinigten Staaten. Diss. Köln 1981 S. 44.
- 18 Zöllner (N. 11) § 139 Rdn. 5; Hefermehl (N. 11) § 139 Rdn. 16; Barz (N. 11) § 139 Anm. 7 (vgl. aber auch dens. § 141 Anm. 4 a.E.); Hüffer (N. 1 1), § 139 Rdnr. 13, a. A. allerdings v. Godin/Wilhelmi, AktG, Bd. I, 4. Aufl. 1971, § 139 Anm. 2 sowie (zum AktG 1937) Ritter, AktG, 2. Aufl. 1939, § 115 Anm. 2.
- 19 E. Rehbinder, Festschrift für Coing, Bd. 2, 1982, 423, 428; kritisch Hirte (N. 9), 186 ff.
- 20 S. unten 6.
- 21 Zu dieser Frage etwa Schilling (N. 4), § 361 Anm. 18 m.w.Nachw.
- 22 S. die Literaturnachweise dazu bei K. Schmidt a.a.O. (N 10) sowie bei Koppensteiner Vorb. § 291 Rdnr. 17 ff.
- 23 Dazu und zum Verstoß gegen das Gleichbehandlungsgebot als Anfechtungsgrund Lutter/Zöllner, Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 1, 2. Aufl. 1988, § 53 a Rdnr. 13 ff., 32.
- 24 S. dazu besonders Timm JZ 1982, 403, 406 ff.
- 25 BGHZ 71, 40 "Kali & Salz"; BGHZ 83, 317 "Holzmann".
- 26 Hirte (N. 9), S. 170 f.; zu § 361 AktG auch Timm ZGR 1987, 403, 434 f.
- 27 Nachweise bei Hirte a.a.O. S. 170 Fußn. 59; ablehnend ferner Koppensteiner a.a.O. (N. 6), Vorb. § 291 Rdnr. 21.
- 28 S. dagegen § 127 Referentenentwurf (N. 1).
- 29 Kropff, in: Geßler u. a., AktG, 14. Lieferung 1993, § 361 Rdnr. 20, 21.

- 30 Eingehend dazu etwa Lutter, Kölner Kommentar zum **AktG**, 2. Aufl. 1990, § 186 Rdnr. 61 ff.
- 31 Zur eingeschränkten richterlichen Kontrolle dieses Kriteriums auch beim Bezugsrechtsausschluß Lutter a.a.O. § 186 Rdnr. 61.
- 32 Vgl. zum Bezugsrechtsausschluß Lutter a.a.O. Rdnr. 61 - 64.
- 33 Vgl. unten 6.
- 34 Allgemein zum Abfindungsrecht bei Kapitalgesellschaften Wiedemann, Gesellschaftsrecht, Bd. I, 1980, 468 ff.; aus ökonomischer Sicht Drukarczyk, Theorie und Politik der Finanzierung, 2. Aufl. 1993, 654 f.
- 35 Allgemein dazu etwa Doerks, Der Kursunterschied zwischen Stamm- und Vorzugsaktien in der Bundesrepublik Deutschland, 1992, sowie **Kruse/Berg/Weber** ZBB 1993, 23 m.w.Nachw.
- 36 Umfassender Vergleich von Ausstattungsmerkmalen, Schutzmechanismen und Akzeptanz von Vorzugsaktien in den U.S.A. und Deutschland bei Klein a.a.O. (N. 17); vgl. auch **Kruse/Berg/Weber** a.a.O. S. 23: "Auf dem deutschen Aktienmarkt führen die Vorzugsaktien eher ein Schattendasein. Der Anteil der Vorzugsaktien am börsenkapitalisierten Grundkapital betrug am Ende des Jahres 1990 rund **5,66%**."
- 37 § 123 Abs. 3 **RefE** (vgl. N. 1).
- 38 Die Ausgliederung soll aber als Instrument nicht für die Übertragung "im wesentlichen nur eines einzelnen Gegenstandes" zur Verfügung stehen; § 123 Abs. 5 **RefE** und Begründung hierfür S. 150; zur Kritik s. ZGR 1993, 328.
- 39 Vgl. Wiedemann a.a.O. (oben N. 10).
- 40 Begründung zum **RefE** S. 178.
- 41 Zöllner ZGR 1993, 334, 338.
- 42 Oben 11.3.
- 43 Ähnlich auch der Vorschlag des Arbeitskreises Umwandlungsrecht, ZGR 1993, 326.
- 44 Dazu ausführlich Eisenberg, The Structure of the Corporation, 1976, 80 ff.; s. auch Lüttmann, Kontrollwechsel in **Kapitalgesellschaften**, 1992, 26 f.
- 45 **S. dazu Lutter a.a.O. (oben N. 8) m.Nachw.**
- 46 Dazu etwa Koppensteiner (N. 6), Vorb. § 291 Rdnr. 39.
- 47 BGHZ 83, 122, 141 ff.

- 48 BGHZ a.a.O., 139.
- 49 BGHZ a.a.O., 140.
- 50 Nachweise bei Koppensteiner (N. 8) Vorb. § 291 Rdnr. 37; ferner Flume Allg. Teil des Bürgerlichen Rechts, I. Bd. 2. Teil, Die jur. Person, 1983, S. 313 f.; Wiedemann a.a.O. (oben N. 10) S. 70 ff.; Hefermehl/Bungeroth, in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, AktG, Kommentar, 12. Lief. 1989, § 182 Rdnr. 103 ff.; Timm Die AG 1989, 104 ff.; Lutter (N. 30), § 182 Rdnr. 52 ff.
- 51 Vgl. auch Brandes WM 1984, 289, 294; Fleck, Anm. LM Nr. 1 zu § 118 AktG, Bl. 2.; Hirte (N. 9), S. 176 f.
- 52 Unten 2.
- 53 Oben II. 2. b).
- 54 S. eingehend oben II. 2. b).
- 55 Die folgenden Ausführungen gehen davon aus, daß die Praxis die in BGHZ 83, 122 entwickelten Regeln befolgt. Die Rechtsbehelfe, die anderenfalls von den Aktionären der Obergesellschaft ergriffen werden könnten, sind hier nicht zu erörtern.
- 56 Vgl. auch BGHZ 83, 122, 143.
- 57 Zum Bezugsrecht der Vorzugsaktionäre eingehend G. Bezenberger, Festschrift für Quack, 1991, 153 - 166; dort auch zur Frage, ob der Vorzugsaktionär grundsätzlich Zuteilung von Aktien der gleichen Gattung fordern könnte.
- 58 Nachweise bei Koppensteiner (oben N. 6), Vorb. § 291 Rdnr. 44; a. A. Hirte (N. 9) S. 175.
- 59 Vgl. BGHZ 83, 122, 143 f.
- 60 S. bereits oben II. 4.
- 61 S. oben II. 3., 4.
- 62 BGHZ 83, 122, 143 f.
- 63 Götz Die AG 1984, 85, 87 f.; Heinsius ZGR 1984, 383, 400 ff.; Martens ZHR 147 (1983), 377, 412 f.; Wiedemann (N. 10), 70 ff.; Flume (N. 50), S. 313 f.
- 64 Timm, Die Aktiengesellschaft als Konzernspitze, 1980, 174 f.; Hommelhoff, Die Konzernleitungspflicht, 1982, 447; E. Rehbinder (N. 19), 421, 435 f.; H. P. Westermann ZGR 1984, 352, 375 f.; Hefermehl/Bungeroth (N. 50), § 182 Rdnr. 105 ff.; Lutter (N. 30), § 182 Rdnr. 53; Hirte (N. 9), 182 ff.; Koppensteiner (N. 6), Vorb. § 291 Rdnr. 45 m.w.Nachw.
- 65 Dazu oben II. 2. - 4.

- 66 Oben II. 2.
- 67 Vgl. oben II. 4. a).
- 68 Zum folgenden überzeugend Wiedemann (N. 10), 72 ff.; ähnlich auch Martens ZHR 147 (1983), 377, 414,
- 69 Die Satzung kann bestimmen, daß der Vorstand bestimmte Maßnahmen nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats tätigen kann, § 111 Abs. 4 S. 2 AktG. Für eine zwingende Mitwirkungszuständigkeit des Aufsichtsrats Wiedemann a.a.O., 74 f.
- 70 Vgl. § 23 Abs. 5 AktG und dazu sogleich im Text.
- 71 S. dazu etwa R. Schmitz, ZfgKW 1993, 842.
- 72 Schürmann/Körfgen, Familienunternehmen auf dem Weg zur Börse, 2. Aufl. 1987, 178 ff.
- 73 Dazu U. H. Schneider, ZGR 1984, 497, 504 ff.; Theisen, Der Konzern, 1991, 320 ff.; vgl. auch T. Bezenberger (N. 2), 94.
- 74 Abdruck der Amtlichen Begründung zu §§ 115 - 117 AktG 1937 bei Klausning, Aktiengesetz, 1937, 104.
- 75 D. Reuter, Privatrechtliche Schranken der Perpetuierung von Unternehmen, 1973, 203.
- 76 Zum folgenden Adams, Die AG 1990, 63, 66 ff. m.w.Nachw.
- 77 Amtliche Begründung bei Klausning a.a.O. (N. 74), 103.
- 78 § 97 Abs. 2 Aktiengesetzentwurf 1930: stimmrechtslose Vorzugsaktien nicht mehr als 25 %; § 115 Abs. 2 AktG 1937: stimmrechtslose Vorzugsaktien nicht mehr als 1/3; § 139 Abs. 2 AktG 1965: stimmrechtslose Vorzugsaktien nicht mehr als 50 %.
- 79 S. nur Hüffer (N. 1 1 ), § 139 Rdnr. 17 m.w.Nachw.