

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

Band 172

Verträge unter Aktionären

**Eine rechtstatsächliche, rechtsökonomische
und rechtsdogmatische Untersuchung
von Abstimmungsvereinbarungen
in börsennotierten Gesellschaften**

Von

Johannes Liefke



Duncker & Humblot · Berlin

JOHANNES LIEFKE

Verträge unter Aktionären

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 172

Verträge unter Aktionären

Eine rechtstatsächliche, rechtsökonomische
und rechtsdogmatische Untersuchung
von Abstimmungsvereinbarungen
in börsennotierten Gesellschaften

Von

Johannes Liefke



Duncker & Humblot · Berlin

Gedruckt mit Unterstützung des Förderungsfonds Wissenschaft
der VG WORT.

Die Juristische Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin
hat diese Arbeit im Jahre 2019 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
© 2021 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Druck: Druckhaus Sportflieger, Berlin
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-15821-8 (Print)
ISBN 978-3-428-55821-6 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern
Barbara und Ekkehard

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2018/2019 von der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin als Dissertation angenommen. Wo nicht anders vermerkt, befindet sie sich auf dem Stand des 31. Dezember 2019.

Mein Dank gilt meinem Doktorvater Lars Klöhn, der mir bei der Auswahl des Dissertationsthemas und dem Verfassen der Arbeit jeglichen wissenschaftlichen Freiraum gelassen hat. Die Zeit an seinem Münchner Lehrstuhl hat mich nachhaltig inspiriert und mein juristisches Denken seither geprägt. Gregor Bachmann danke ich für die hilfreichen Anregungen im Zweitgutachten, von denen die vorliegende Druckfassung profitieren durfte. Den Herausgebern dieser Schriftenreihe danke ich für die Aufnahme.

Ein Teil der Arbeit ist am Max-Planck-Institut für Steuerrecht und Öffentliche Finanzen in München entstanden. Andreas M. Fleckner und Wolfgang Schön bin ich für ihre Förderung und ihren Zuspruch weit über diesen Zeitraum hinaus dankbar. Ungemein profitiert hat die Untersuchung zudem von den Rückmeldungen meiner Kollegen aus der Otto-Hahn-Gruppe zur Finanzmarktregulierung. Felix Bassier, Corinna Coupette, abermals Andreas M. Fleckner, Miguel Gimeno Ribes, Amin Kachabia und Philipp Aron Leimbach haben eine frühere Fassung gänzlich durchgearbeitet und annotiert. Ihnen gebührt mein besonderer Dank.

Die Arbeit ist mit dem Karlheinz Quack-Preis der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin sowie dem Förderpreis der Esche Schümann Commichau Stiftung ausgezeichnet worden. Ihre Erstellung frei von finanziellen Sorgen hat ein Promotionsstipendium der Konrad-Adenauer-Stiftung ermöglicht. Ihre Drucklegung hat die Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung neben dem Förderungsfonds Wissenschaft der VG Wort unterstützt. Allen Förderern sei dafür herzlich gedankt.

Mein ganz besonderer Dank an Anika Sonnenberg ist am schwersten in Worte zu fassen. Nicht nur hat sie diese Untersuchung von den Kinderschuhen bis zur Drucklegung konstruktiv kritisch begleitet, sondern mir auch täglich gezeigt, dass es ein Leben jenseits dieser Arbeit gibt. Schließlich wäre dieses Buch ohne die bedingungslose Hilfe und Unterstützung meiner Eltern, Barbara Liefke und Ekkehard Liefke, während meiner gesamten Ausbildung nie entstanden. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

New York City, im Frühjahr 2020

Johannes K. R. Liefke

Inhaltsübersicht

Kapitel 1

Einführung	27
-------------------	----

Kapitel 2

Rechtsstatsachen – Parteien, Motive und Gestaltungen	37
§ 1 Parteien	40
A. Gründerfamilien	40
B. Investoren	44
C. Öffentlich-rechtliche Körperschaften	47
§ 2 Motive	50
A. Einfluss in der Hauptgesellschaft	50
B. Strukturierung des Aktionärskreises	57
C. Integration von Schlüsselfiguren	61
§ 3 Gestaltungen	67
A. Organisation des Abstimmungspools	69
B. Koordination des gemeinsamen Vorgehens	78
C. Kontinuität des Zusammenschlusses	110

Kapitel 3

Rechtsökonomik – Grundlagen, Kosten-Nutzen-Analyse und Unternehmenswert	130
§ 1 Grundlagen	131
A. Umfeld – Entwicklung der Aktionärsstrukturen	132
B. Diskussion – Corporate Governance-Debatte	136
C. Typisierung – Konstellationen von Abstimmungspools	140
§ 2 Kosten-Nutzen-Analyse	148
A. Mikroebene – Entscheidungen der Aktionäre	148
B. Mesoebene – Konflikte in der Gesellschaft	169
C. Makroebene – Funktionsweise des Kapitalmarkts	190
§ 3 Entwicklung des Unternehmenswerts	206
A. Untersuchung – Auswertung empirischer Studien aus dem Ausland	206
B. Anwendung – Überführung auf Abstimmungsvereinbarungen im Inland	210
C. Schlussfolgerung – Relativierung der Kosten-Nutzen-Analyse	212

Kapitel 4

Rechtsdogmatik – Gesellschaft, Konzern und Kapitalmarkt	215
§ 1 Gesellschaft	216
A. Wirksamkeitsschranken von Abstimmungsvereinbarungen	217
B. Grenzen durch die innergesellschaftliche Kompetenzordnung	225
C. Instrumente zum Schutz der Aktionäre	232
§ 2 Konzern	249
A. Herrschendes Unternehmen	250
B. Beherrschender Einfluss	255
C. Aktienrechtliche Mitteilungspflichten	266
§ 3 Kapitalmarkt	269
A. Beteiligungspublizität	269
B. Regelpublizität	283
C. Pflichtangebot	287

Kapitel 5

Schlussbetrachtung	300
 Anhang	 306
Datenkorpus mit Abstimmungspools in börsennotierten Gesellschaften	306
Abstrakte Typisierung von Abstimmungspools	308
Muster einer Abstimmungsvereinbarung in einer börsennotierten Aktiengesellschaft	309
 Primärquellenverzeichnis	 320
A. Unternehmensveröffentlichungen	320
B. Rechtsprechung	326
 Sekundärquellenverzeichnis	 336
A. Literatur	336
B. Presse	374
 Stichwortverzeichnis	 379

Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1

Einführung	27
-------------------	----

Kapitel 2

Rechtstatsachen – Parteien, Motive und Gestaltungen	37
§ 1 Parteien	40
A. Gründerfamilien	40
I. Gründergeneration	40
II. Nachfolgenerationen	41
1. Henkel AG & Co. KGaA	41
2. Metro AG	42
3. SAP AG	43
B. Investoren	44
I. Finanzinvestoren	44
1. Arcandor AG	44
2. ProSiebenSat.1 Media AG	45
II. Strategische Investoren	45
1. Südzucker AG	46
2. Alno AG	46
C. Öffentlich-rechtliche Körperschaften	47
I. Airbus Group SE	47
II. Fraport AG	48
III. Aareal Bank AG	48
§ 2 Motive	50
A. Einfluss in der Hauptgesellschaft	50
I. Interessenbündelung	50
II. Abschottung	51
III. Übernahmen	52
1. Erleichterung von Übernahmen	52
a) Nordex AG	54
b) Homag Group AG	55

2. Erschwerung von Übernahmen	56
B. Strukturierung des Aktionärskreises	57
I. Stabilisierung der Aktionärsstruktur	57
II. Konfliktprävention und -lösung unter den Aktionären	58
III. Ordnung von Unternehmensverflechtungen	59
C. Integration von Schlüsselfiguren	61
I. Unternehmensnachfolger	61
1. Nachfolgeplanung	61
2. Erbschaft- und Schenkungsteuerbegünstigung	62
II. Führungskräfte	64
III. Investoren	65
§ 3 Gestaltungen	67
A. Organisation des Abstimmungspools	69
I. Bindungsumfang	69
1. Beteiligte Aktionäre	69
a) Verträge unter allen Aktionären	70
b) Verträge unter einem Teil der Aktionäre	71
2. Gebundene Aktien	72
a) Umfassende Bindung	72
b) Teilweise Bindung	73
II. Organe	74
1. Notwendiges Organ: Poolversammlung	74
2. Fakultative Organe	75
a) Poolleitung	75
b) Beirat oder Gesellschafterausschuss	75
c) Compliancebeauftragter	76
III. Informationsregelungen	77
B. Koordination des gemeinsamen Vorgehens	78
I. Willensbildung	78
1. Beschlussfassung	78
a) Verfahren	79
b) Stellvertretung	79
c) Mehrheitserfordernisse	80
aa) Zulässigkeit	81
bb) Wirkung: Kaskadeneffekt	82
cc) Übertragung korporativer Mehrheitserfordernisse?	83
d) Pattsituationen	87
2. Stimmführerschaft	89

II. Stimmbindungsdurchsetzung	90
1. Gerichtliche Durchsetzung	91
a) Erfüllungsklage	91
b) Vollstreckung	93
aa) „Ob“ der Vollstreckung – Vollstreckbarkeit	93
bb) „Wie“ der Vollstreckung – Vollstreckungsart	93
c) Einstweiliger Rechtsschutz	94
2. Vertragliche Durchsetzung	96
a) Repression durch Vertragsstrafen	96
aa) Angemessenheit	97
bb) Geltendmachung	99
b) Prävention durch Bevollmächtigung	99
III. Beeinflussung	100
1. Rechtliche Einflussnahme	101
a) Hauptversammlung	101
aa) Einberufung der Hauptversammlung und Ergänzung der Tagesordnung	101
bb) Ausübung des Stimmrechts	102
b) Aufsichtsrat	104
aa) Wahl des Aufsichtsrats	104
bb) Einwirkung auf den Aufsichtsrat	106
2. Faktische Einflussnahme	107
a) Informelle Gespräche mit der Verwaltung	107
b) Öffentlichkeitsmaßnahmen	109
c) Bluffs	110
C. Kontinuität des Zusammenschlusses	110
I. Rechtsnachfolge	111
1. Einzelrechtsnachfolge	111
a) Zustimmungsvorbehalte	113
b) Vorerwerbsrechte	116
c) Andienungspflichten	118
d) Mitveräußerungsregelungen	119
2. Gesamtrechtsnachfolge	121
II. Kündigung	122
1. Bestimmte Laufzeit	123
a) Laufzeitlänge	124
b) Kündigungsrechte	125
2. Unbestimmte Laufzeit	126

*Kapitel 3***Rechtsökonomik – Grundlagen, Kosten-Nutzen-Analyse
und Unternehmenswert**

	130
§ 1 Grundlagen	131
A. Umfeld – Entwicklung der Aktionärsstrukturen	132
I. Anstieg des Streubesitzes	132
II. Rücklauf der Aktionärszahlen	134
III. Vorstoß ausländischer institutioneller Investoren	135
B. Diskussion – Corporate Governance-Debatte	136
I. Corporate Governance-Beitrag institutioneller Investoren	136
II. Langfristige Aktionärsmitwirkung und die Aktionärsrechterichtlinie II	138
III. Abstimmungspools im Corporate Governance-Geflecht	139
C. Typisierung – Konstellationen von Abstimmungspools	140
I. Kriterien: Macht und Struktur	140
II. Typen von Abstimmungspools	141
1. Polykratischer Minderheitspool	141
2. Polykratischer Mehrheitspool	142
3. Monokratischer Minderheitspool	143
4. Monokratischer Mehrheitspool	143
III. Zusammentreffen mehrerer Abstimmungspools	144
1. Unverbundene Pools (keine Verflechtung)	144
2. Überlagernde Pools (horizontale Verflechtung)	145
3. Hierarchische Pools (vertikale Verflechtung)	146
§ 2 Kosten-Nutzen-Analyse	148
A. Mikroebene – Entscheidungen der Aktionäre	148
I. Hintergründe – Die Property-Rights-Theorie	148
1. Begriff der Entscheidungsrechte	149
2. Zuordnung der Entscheidungsrechte in der Aktiengesellschaft	150
3. Internalisierung externer Effekte	151
II. Anknüpfungspunkte – Interessenkonflikte, Zufallsmehrheiten und Gruppen- prozesse	152
1. Interessenkonflikte	152
a) Verschiedene Anlagestrategien	153
b) Sondervorteile und Partikularinteressen	154
c) Stimmrechtsmacht und wirtschaftliches Risiko	157
2. Zufallsmehrheiten	160
3. Gruppenprozesse	163
a) Leistungsfähigkeit von Gruppen und Teams	163
b) Verhaltensökonomische Einschränkungen: Discursive Dilemma, Com- mon Knowledge Effect und Status Quo Bias	165

III. Auswirkungen – Poolstruktur und Aktionärsentscheidungen	167
1. Monokratische Abstimmungspools	167
2. Polykratische Abstimmungspools	167
3. Bewertung	168
B. Mesoebene – Konflikte in der Gesellschaft	169
I. Hintergründe – Die Prinzipal-Agenten-Theorie	169
1. Prinzipal-Agenten-Beziehung	169
2. Entstehung von Sachwalterkosten	170
3. Prinzipal-Agenten-Konflikte in der börsennotierten Aktiengesellschaft ...	171
a) Vertikale Konflikte	172
b) Horizontale Konflikte	174
c) Interne Konflikte	175
II. Anknüpfungspunkte – Aktionärs Einfluss, Synergien und Effektivität der Ge- schäftsleitung	175
1. Einfluss der Aktionäre	176
2. Ermöglichung von Synergien	178
3. Effektivität der Geschäftsleitung	185
III. Auswirkungen – Abstimmungspools und Prinzipal-Agenten-Konflikte	188
1. Vertikale Konflikte	188
2. Horizontale Konflikte	189
3. Bewertung	189
C. Makroebene – Funktionsweise des Kapitalmarkts	190
I. Hintergründe – Die Kapitalmarkteffizienzhypothese	191
1. Wirkungsarten der Markteffizienz	191
2. Wohlfahrtssteigernde Auswirkungen	192
3. Kritik der Verhaltensökonomik	193
II. Anknüpfungspunkte – Liquidität, Kurzsichtigkeit und der Markt für Unter- nehmenskontrolle	194
1. Liquidität	194
2. Kurzsichtigkeit	196
3. Markt für Unternehmenskontrolle	198
III. Auswirkungen – Poolmacht und der Kapitalmarkt	203
1. Minderheitspools	203
2. Mehrheitspools	203
3. Bewertung	204
§ 3 Entwicklung des Unternehmenswerts	206
A. Untersuchung – Auswertung empirischer Studien aus dem Ausland	206
B. Anwendung – Überführung auf Abstimmungsvereinbarungen im Inland	210
C. Schlussfolgerung – Relativierung der Kosten-Nutzen-Analyse	212

Kapitel 4

Rechtsdogmatik – Gesellschaft, Konzern und Kapitalmarkt	215
§ 1 Gesellschaft	216
A. Wirksamkeitsschranken von Abstimmungsvereinbarungen	217
I. Gesetzliche Wirksamkeitsschranken	217
1. Notwendige Satzungsregelungen	217
2. Verbot gebundener Aktien	218
3. Stimmverbote	219
a) § 34 BGB	221
b) § 136 Abs. 1 AktG	221
4. Sonstige gesetzliche Wirksamkeitsschranken	221
II. Statutarische Wirksamkeitsschranken	223
1. Auswirkungen der Satzungsstrenge	223
2. Statutarische Stimmverbote	225
B. Grenzen durch die innergesellschaftliche Kompetenzordnung	225
I. Beeinflussung des Aufsichtsrats	225
1. Wahlabsprachen	226
2. Einwirkungsklauseln	228
II. Überwachung des Vorstands	230
C. Instrumente zum Schutz der Aktionäre	232
I. Gebot der Gleichbehandlung (§ 53a AktG)	232
II. Mitgliedschaftliche Treupflicht	235
1. Hauptgesellschaft	235
a) Mehrheits- und Minderheitspools	236
b) Inhalt: Rücksichtnahme und Förderung	239
c) Rechtsfolgen einer Verletzung	241
d) Konkretisierung durch Abstimmungsvereinbarungen?	244
2. Poolgesellschaft	245
a) Gegenstände und Intensität	245
b) Insbesondere: Ausübung ungebundener Stimmrechte	246
§ 2 Konzern	249
A. Herrschendes Unternehmen	250
I. Abstimmungspool	251
II. Poolmitglieder	252
1. Zurechnung der Unternehmenseigenschaft	253
2. Möglichkeit der mehrfachen Abhängigkeit	254
B. Beherrschender Einfluss	255
I. Einflussmöglichkeit	256
1. Konzerngefahr	256

2. Herrschaftsmittel	257
a) Stimmrechtsmacht	257
aa) Monokratische Mehrheitspools	259
bb) Polykratische Mehrheitspools	260
b) Erwerbsregelungen	261
c) Kombination mehrerer Herrschaftsmittel	262
II. Vermutung bei Mehrheitsbesitz	263
1. Auslösung der Abhängigkeitsvermutung	264
2. Widerlegung der Abhängigkeitsvermutung	265
C. Aktienrechtliche Mitteilungspflichten	266
§ 3 Kapitalmarkt	269
A. Beteiligungspublizität	269
I. Stimmbindung als abgestimmtes Verhalten der Poolmitglieder	271
1. Richtung der Zurechnung – Wechselseitigkeit?	271
2. Umfang der Zurechnung	275
a) Ungebundene Aktien der Poolmitglieder	275
b) Kettenzurechnung bei überlagernden Abstimmungspools	278
II. Erwerbsregelungen als Instrumente?	280
B. Regelpublizität	283
I. Ergänzende Angaben im Lagebericht	283
II. Einführung einer allgemeinen Offenlegungspflicht	284
C. Pflichtangebot	287
I. Verhältnis zwischen übernahme- und melderechtlicher Zurechnung	288
II. Richtung, Umfang und Rechtsfolgen der Zurechnung	289
1. Differenzierung anhand der Poolstruktur	290
2. Mitgliederwechsel und interne Erwerbsvorgänge	292
a) Polykratische Mehrheitspools	292
b) Monokratische Mehrheitspools	293
3. Zusammentreffen mehrerer Angebotspflichten	294
III. Einführung einer verbindlichen Auskunft	296

Kapitel 5

Schlussbetrachtung

Anhang	306
Datenkorpus mit Abstimmungspools in börsennotierten Gesellschaften	306
Abstrakte Typisierung von Abstimmungspools	308
Muster einer Abstimmungsvereinbarung in einer börsennotierten Aktiengesellschaft	309
Primärquellenverzeichnis	320
A. Unternehmensveröffentlichungen	320
B. Rechtsprechung	326
Sekundärquellenverzeichnis	336
A. Literatur	336
B. Presse	374
Stichwortverzeichnis	379

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere(r) Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
AB	Aktiebolag (Schwedische Aktiengesellschaft)
Abb.	Abbildung
ABGB	Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch (Österreich)
abgdr.	abgedruckt
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz/Absätze
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
a. E.	am Ende
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft (Rechtsform)/Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
AktR	Aktienrecht
allg. M.	allgemeine Meinung
Alt.	Alternative
Am. Econ. Rev.	The American Economic Review
Am. J. Comp. L.	The American Journal of Comparative Law
AMR	Academy of Management Review
Anh.	Anhang
Anm.	Anmerkung
Annu. Rev. Psychol.	Annual Review of Psychology
AO	Abgabenordnung
Art.	Artikel (Singular)
Artt.	Artikel (Plural)
ARUG	Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BayObLG	Bayerisches Oberstes Landesgericht
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
Begr.	Begründer/Begründung
Bell J. Econ.	The Bell Journal of Economics
Beschl.	Beschluss
BFH	Bundesfinanzhof
BFHE	Entscheidungen des Bundesfinanzhofs
BFH/NV	Entscheidungen des Bundesfinanzhofs (nicht veröffentlicht)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGE	Entscheidungen des Schweizerischen Bundesgerichts

BGer	Bundesgericht (Schweiz)
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
Bio.	Billion/Billionen
BR-Drs.	Bundesratsdrucksache
Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.	Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
Bus. Law.	The Business Lawyer
BV	besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid (Niederländische geschlossene Kapitalgesellschaft)
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
Cal. Ct. App.	California Court of Appeals
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
Case West. Res. L. Rev.	Case Western Reserve Law Review
CFL	Corporate Finance Law
CMLJ	Capital Markets Law Journal
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores (Spanische Finanzmarktaufsichtsbehörde)
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Conn. Sup. Ct.	Connecticut Supreme Court
CONSOB	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Italienische Finanzmarktaufsichtsbehörde)
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
Corp. Gov.	Corporate Governance: An International Review
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
Del. Sup. Ct.	Delaware Supreme Court
d. h.	das heißt
diff.	differenzierend
DiskE	Diskussionsentwurf
Diss.	Dissertation
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DStR	Deutsches Steuerrecht
Duke L. J.	Duke Law Journal
EBLR	European Business Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis
Econ. Pol'y	Economic Policy
eG	eingetragene Genossenschaft
Entsch.	Entscheidung

ErbStG	Erbschaftsteuer- und Schenkungsteuergesetz
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
f./ff.	folgende(n)
FAS	Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
Fin. Analysts J.	Financial Analysts Journal
Fin. Rev.	The Financial Review
FKVO	Fusionskontrollverordnung
Fn.	Fußnote(n)
FR	Frankfurter Rundschau
Frhr.	Freiherr
FS	Festschrift
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
gem.	gemäß
Geo. L. J.	Georgetown Law Journal
GesbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts (Österreich)
GesR	Gesellschaftsrecht
GesRZ	Der Gesellschafter
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
ggü.	gegenüber
GK-AktG	Großkommentar zum Aktiengesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau
grds.	grundsätzlich
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
HandelsR	Handelsrecht
HansOLG	Hanseatisches Oberlandesgericht
Harv. Bus. L. Rev.	Harvard Business Law Review
Harv. Bus. Rev.	Harvard Business Review
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
Hdb	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
hins.	hinsichtlich
h. M.	herrschende Meinung
hrsg.	herausgegeben
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
i. d. F.	in der Fassung
i. E.	im Einzelnen
i. Erg.	im Ergebnis
i. e. S.	im engeren Sinne
i. H. v.	in Höhe von
Ill. L. Rev.	Illinois Law Review
Indus. Mgmt. Rev.	Industrial Management Review

insb.	insbesondere
Int. Rev. L. & Econ.	International Review of Law and Economics
Iowa Sup. Ct.	Iowa Supreme Court
i. R. v.	im Rahmen von
i. S. d.	im Sinne de(r/s)
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
J. Appl. Corp. Fin.	Journal of Applied Corporate Finance
Jb	Jahrbuch
J. Bank. & Fin.	Journal of Banking and Finance
J. Bus.	The Journal of Business
J. Bus. Strategy	Journal of Business Strategy
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Econ. Persp.	Journal of Economic Perspectives
J. Econ. Theory	Journal of Economic Theory
JEEA	Journal of the European Economic Association
jew.	jeweils
J. Fin.	Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
JFQA	Journal of Financial and Quantitative Analysis
J. Futures Markets	Journal of Futures Markets
JITE	Journal of Institutional and Theoretical Economics
J. L. & Econ.	Journal of Law and Economics
J. L. Econ. & Org.	Journal of Law, Economics, and Organization
J. Mgmt. Stud.	Journal of Management Studies
J. Pers. Soc. Psy.	Journal of Personality and Social Psychology
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
JR	Juristische Rundschau
J. Risk Uncertain.	Journal of Risk and Uncertainty
JW	Juristische Wochenschrift
JZ	Juristenzeitung
KapitalanlageR	Kapitalanlagerecht
KapitalmarktG	Kapitalmarktgesetze
KapitalmarktR	Kapitalmarktrecht
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KG	Kammergericht
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KGR	KG Report
KK-AktG	Kölner Kommentar zum Aktiengesetz
KK-WpHG	Kölner Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz
KK-WpÜG	Kölner Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
KMRK	Kapitalmarktrechts-Kommentar
KOM	Dokument der Europäischen Kommission
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
Konzern	Der Konzern
KonzernR	Konzernrecht

krit.	kritisch
LA	Liber Amicorum
lit.	littera (Buchstabe)
LLP	Limited Liability Partnership (Britische/US-amerikanische Personengesellschaft mit beschränkter Haftung)
LMV	Ley del Mercado de Valores (Spanisches Gesetz über Wertpapiermärkte)
Losebl.	Loseblattwerk
Ls.	Leitsatz
LSC	Ley de Sociedades de Capital (Spanisches Gesetz über Kapitalgesellschaften)
Ltd.	Limited (Britische geschlossene Kapitalgesellschaft)
m.	mit
MAR	Market Abuse Regulation (Marktmissbrauchsverordnung)
Mass.	Massachusetts
MDAX	Mid-Cap-DAX (Aktienindex für mittelgroße Unternehmen)
Mich.L. Rev.	Michigan Law Review
mind.	mindestens
Mio.	Million/Millionen
MittBayNot	Mitteilungen des Bayerischen Notarvereins, der Notarkasse und der Landesnotarkammer Bayern
MüAnwHdb	Münchener Anwaltshandbuch
MüHdb	Münchener Handbuch
MüKo-AktG	Münchener Kommentar zum Aktiengesetz
MüKo-BGB	Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch
MüKo-GmbHG	Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
MüKo-HGB	Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
NaStraG	Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
Nrn.	Nummern
NV	naamloze vennootschap (Niederländische Aktiengesellschaft)
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
o.g.	oben genannte(n/r/s)
OGH	Oberster Gerichtshof (Österreich)
oHG	Offene Handelsgesellschaft
ÖJZ	Österreichische Juristen-Zeitung
OLG	Oberlandesgericht
OLGR	OLG Report
o. O.	ohne Ortsangabe
Org. Behav. & Hum. Decision Processes	Organizational Behavior and Human Decision Processes
Org. Behav. & Hum. Perf.	Organizational Behavior and Human Performance
Pacific-Basin Fin. J.	Pacific-Basin Finance Journal

PLC	public limited company (Britische Aktiengesellschaft)
Psychol. Bull.	Psychological Bulletin
Q. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RdS	Revista de Derecho de Sociedades
RdW	Österreichisches Recht der Wirtschaft
RegE	Regierungsentwurf
Rev. Econ. Stud.	Review of Economic Studies
Rev. Fin.	Review of Finance
Rev. Financ. Stud.	The Review of Financial Studies
RG	Reichsgericht
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RisikobegrenzungsG	Risikobegrenzungsgesetz
Riv. soc.	Rivista delle società
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer(n)
RP	Rheinische Post
s.	siehe
S.	Seite(n)/Satz/Sätze
SA	Société Anonyme/Société Anonyme/Sociedad Anónima (Französische/Luxemburgische/Spanische Aktiengesellschaft)
S.à.r.l.	Société à responsabilité limitée (Luxemburgische geschlossene Kapitalgesellschaft)
sc.	<i>scilicet</i> (das heißt)
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
Schleswig-Holst. OLG	Schleswig-Holsteinisches Oberlandesgericht
SDAX	Small-Cap-DAX (Aktienindex für kleinere Unternehmen)
SdK	Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.
SE	Societas Europaea (Europäische Aktiengesellschaft)
Slg.	Sammlung
SoFFin	Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung
sog.	sogenannte(n)/r/s)
str.	streitig
SZ	Süddeutsche Zeitung
TecDAX	Aktienindex für Technologiewerte (Nachfolger des Nemax50)
TUF	Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (Italienisches Börsengesetz)
TUG	Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz
u. a.	und andere/unter anderem
UAbs.	Unterabsatz/Unterabsätze
ÜbG	Übernahmegesetz (Österreich)
U. Cin. L. Rev.	University of Cincinnati Law Review
UCLA L. Rev.	University of California at Los Angeles Law Review
UGB	Unternehmensgesetzbuch (Österreich)
UK	Vereinigtes Königreich
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts

UmwG	Umwandlungsgesetz
UmwR	Umwandlungsrecht
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
Urt.	Urteil
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
USD	US-Dollar
u. U.	unter Umständen
v.	vom/von
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vertrb	Vertragsbuch
Wash. L. Rev.	Washington Law Review
Wash. U. L. Q.	Washington University Law Quarterly
WertpapierhandelsR	Wertpapierhandelsrecht
Wisc. L. Rev.	Wisconsin Law Review
WM	Wertpapier-Mitteilungen: WM IV, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpAV	Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AV	WpÜG-Angebotsverordnung
Yale L. J.	Yale Law Journal
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZCG	Zeitschrift für Corporate Governance
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZPO	Zivilprozessordnung
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht
zust.	zustimmend

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Verbreitung von Abstimmungsvereinbarungen	39
Abbildung 2: Typisierung von Abstimmungspools	141
Abbildung 3: Polykratischer Minderheitspool	142
Abbildung 4: Polykratischer Mehrheitspool	142
Abbildung 5: Monokratischer Minderheitspool	143
Abbildung 6: Monokratischer Mehrheitspool	144
Abbildung 7: Unverbundene Pools	145
Abbildung 8: Überlagernde Pools	146
Abbildung 9: Hierarchische Pools (Hauptpool mit Unterpool)	147
Abbildung 10: Durchschnittliche Hauptversammlungspräsenzen (2015)	162
Abbildung 11: Prinzipal-Agenten-Beziehung	170
Abbildung 12: Erwerbs-, Diversifizierungs-, Koordinations- und Informationskosten ..	179
Abbildung 13: Empirische Untersuchungen zur Entwicklung des Unternehmenswerts ..	209
Abbildung 14: Richtung der Zurechnung (Beispiel)	272
Abbildung 15: Zurechnung ungebundener Stimmrechte (Beispiel)	276
Abbildung 16: Kettenzurechnung in monokratischen Abstimmungspools (Beispiel) ...	278
Abbildung 17: Kettenzurechnung in polykratischen Abstimmungspools (Beispiel)	279

Kapitel 1

Einführung

Man stelle sich zwei eigensinnige Krieger vor. Von vorn nähert sich den beiden ein stattlicher Gegner. Der rechte Arm des einen Kriegers ist an den linken Arm des anderen gefesselt, sodass sie gemeinsam dasselbe Schwert führen. Möchte der eine Krieger den Gegner angreifen, während der andere Krieger auszuweichen versucht, geraten sie ins Wanken. Gelingt es ihnen aber, die Bewegungsabläufe ihrer Arme zu synchronisieren und gemeinsam zu kämpfen, vervielfacht sich ihre Schlagkraft.¹

Solche Krieger finden sich etwa in der Porsche Automobilholding SE. Der eine Krieger ist die Familie Piëch, der andere ist die Familie Porsche. Beide haben sich bewusst aneinandergefesselt, indem sie sich in einer Abstimmungsvereinbarung darauf geeinigt haben, ihre Stimmrechte in der Hauptversammlung gemeinschaftlich auszuüben. Derlei Abstimmungsvereinbarungen sind in der Praxis keine Seltenheit.² Das Bild der eigensinnigen Krieger, die aneinandergefesselt dasselbe Schwert führen, lässt die Ambivalenz dieser Verträge aber bereits erahnen. Ihre Wirkungen auf börsennotierte Gesellschaften aufzuzeigen, macht sich die vorliegende Untersuchung zur Aufgabe.

Was genau aber sind Abstimmungsvereinbarungen? Es sind schuldrechtliche Verträge, in denen sich die Parteien verpflichten, ihr Stimmrecht in der Hauptversammlung einheitlich auszuüben.³ Die Fesseln der Stimmbindung verkörpern mithin eine rechtsgeschäftliche Beschränkung der Stimmrechtsmacht.⁴ Weshalb aber so kompliziert, kann nicht auch einer der beiden Krieger dem anderen sein Schwert überlassen, damit dieser für sie beide kämpft? Kann er nicht. Denn sein Schwert zu verleihen, verstieße gegen das verbandsrechtliche Abspaltungsverbot. Danach ist das Stimmrecht eines Aktionärs – sein modernes Schwert sozusagen – untrennbar mit seiner Mitgliedschaft verbunden.⁵ Das Abspaltungsverbot hindert ihn daran, isoliert

¹ Darstellung inspiriert durch *Kümmel*, Volkswagen – Der Geist im Saal heißt Piëch, Die Zeit v. 21.5.2015.

² Zur Verbreitung von Abstimmungsvereinbarungen in börsennotierten Gesellschaften S. 38 f.

³ Wie hier *Lübbert*, Abstimmungsvereinbarungen, 1971, S. 76; ähnlich *K. Schmidt*, GesR, 2002, § 21 II 4, S. 616 f.; *Dittert*, Aktionärsvereinbarungen, 2009, S. 69.

⁴ Dazu *Zluhan*, AcP 128 (1928), 62, 79 f.; *K. Schmidt*, GesR, 2002, § 21 II 4, S. 616 f.; näher zur Terminologie *Lübbert*, Abstimmungsvereinbarungen, 1971, S. 87; *Overrath*, Stimmrechtsbindung, 1973, S. 1.

⁵ Der allgemeine verbandsrechtliche Grundsatz ist in § 717 S. 1 BGB normiert („Die Ansprüche, die den Gesellschaftern aus dem Gesellschaftsverhältnis gegeneinander zustehen,

über sein Stimmrecht zu verfügen. Abstimmungsvereinbarungen wurden u. a. erlassen, um die gemeinsamen Kräfte gleichwohl bündeln zu können, ohne gegen das Abspaltungsverbot zu verstoßen. Denn einer rein schuldrechtlichen Vereinbarung, nach der in einer bestimmten Weise abzustimmen ist, steht das Abspaltungsverbot nicht entgegen. Stimmt der Aktionär in der Hauptversammlung gleichwohl nicht vereinbarungsgemäß ab, verhält er sich zwar vertragsbrüchig, die Stimmabgabe ist aber grundsätzlich wirksam. Sein rechtliches Dürfen bleibt damit hinter seinem rechtlichen Können zurück.

Terminologie

Die Terminologie in Bezug auf Abstimmungsvereinbarungen ist uneinheitlich.⁶ Die Begriffe Stimmbindungvereinbarungen und -verträge werden häufig synonym verwendet. Beide sind sie jedoch missverständlich, verschleiern sie nämlich, dass die Verträge neben der Stimmbindung in der Regel auch eine Vielzahl anderer Regelungen treffen. Weitere vielfach verwendete Begriffe sind die des Konsortial-, Pool- oder Schutzgemeinschaftsvertrags.⁷ Ihnen allen wohnt jedoch ein allzu wertendes Element inne, ohne dass es ihnen dafür gelänge, das eigentliche Phänomen näher zu konkretisieren. Allgemeiner ist auch von Aktionärs- oder Gesellschaftervereinbarungen die Rede. Zudem betonen einige die Abgrenzung zur Satzung und sprechen von satzungsergänzenden Vereinbarungen, Nebenverträgen oder Nebenabreden. Andere stellen den schuldrechtlichen Charakter in den Vordergrund und bezeichnen sie schlicht als schuldrechtliche Vereinbarungen, Absprachen, Nebenabreden oder Sonderverträge.⁸ Diese allgemeinen Begriffe sind jedoch zu weit, als dass sie den Regelungsgegenstand – die Verhaltensabstimmung – begrifflich transportieren würden. Dadurch kommen sie ihrer Abgrenzungsfunktion nicht nach, da derartig bezeichnete Verträge auch andere Regelungen als die hier untersuchten zum Gegenstand haben können, wie etwa die Finanzierung der Gesellschaft.

sind nicht übertragbar.“). Im Aktienrecht wird vielfach auch auf § 8 Abs. 5 AktG („Die Aktien sind unteilbar.“) abgestellt (str.). Der Gehalt dieser aktienrechtlichen Norm geht aber über das Abspaltungsverbot hinaus. Neben der *Abspaltung* einzelner Mitgliedschaftsrechte untersagt sie auch die *Aufspaltung* der Mitgliedschaft als solche. Näher zum Abspaltungsverbot *Habersack*, Mitgliedschaft, 1996, S. 78–93; *Foerster*, Mitgliedschaft, 2018, S. 65–71.

⁶ Zu Terminologie und Schwierigkeiten der Abgrenzung *Lübbert*, Abstimmungsvereinbarungen, 1971, S. 87; *Söntgerath*, Vermittelte Mehrheit, 2010, S. 43; *Schön*, Schuldrechtliche Gesellschaftervereinbarungen, 2018, S. 29 f.; Überblick bei *König*, Nebenvertrag, 1996, S. 20.

⁷ Die Bezeichnung als Schutzgemeinschaft deutet häufig bereits das Motiv der Abschottung an; näher dazu *Ulmer*, in: FS Hommelhoff, 2012, S. 1249, 1250 Fn. 3 sowie nachfolgend S. 51 f.

⁸ Im Kontext von Abstimmungsvereinbarungen kann die Bezeichnung als „schuldrechtlich“ missverständlich sein, da die Abstimmung selbst ein rein tatsächlicher Vorgang und lediglich die Stimmbindung schuldrechtlicher Natur ist; krit. zur Begrifflichkeit auch *Zöllner*, in: GesR 1995, 1996, S. 89, 90.

Um das Phänomen als solches in den Vordergrund zu rücken, verwendet die Untersuchung fortan den Begriff der Abstimmungsvereinbarung.⁹ Dieser Terminus charakterisiert in wertneutraler Weise, worauf es den Vertragsparteien zuallererst ankommt: die Abstimmung ihres Aktionärsverhaltens. Stehen nicht die zugrundeliegenden Vertragswerke im Vordergrund, sondern die durch sie gebildeten Zusammenschlüsse, ist nachfolgend von Abstimmungspools oder – spezieller – von Familienpools, Investorenpools etc. die Rede.¹⁰ Die Gesellschaft, auf die sich die koordinierte Stimmrechtsausübung bezieht, ist die Hauptgesellschaft; die Gesellschaft, die der Abstimmungspool bildet, ist die Poolgesellschaft. Das Leitungsorgan der Hauptgesellschaft wird – insoweit rechtsform- und rechtsordnungsübergreifend – als Geschäftsleitung, seine Mitglieder werden als Geschäftsleiter bezeichnet.¹¹

Forschungsstand

Abstimmungsvereinbarungen sind ein seit langer Zeit bekanntes Phänomen, national wie international.¹² In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich findet man sie als *shareholders' agreements*, *stockholders' agreements*, *voting agreements* oder *vote pooling agreements*. In den Niederlanden heißen sie *stemovereenkomsten*, in Frankreich *conventions de vote*, in Spanien *pactos parasociales* oder *sindicatos de voto* und in Italien *patti parasociali*, *patti di sindacato*, *sindacati di voto* oder *convenzioni di voto*. In Österreich nennt man sie *Syndikatsverträge*, in der Schweiz *Aktionärsbindungsverträge*. Hierzulande kennt man Abstimmungsvereinbarungen vor allem im Mittelstand, wo sie dazu dienen, den unternehmerischen Einfluss zu festigen,¹³ und aus Gemeinschaftsunternehmen (*joint ventures*), wo sie mit ihren Regelungen zur Willensbildung oft das Herzstück der

⁹ Zuvor Müller-Erbach, *Recht der Mitgliedschaft*, 1948, S. 248; durchweg auch Lübbert, *Abstimmungsvereinbarungen*, 1971. Zur Begriffsvielfalt ähnlich krit. wie hier Noack, *Gesellschaftervereinbarungen*, 1994, S. 6 f.; Dittert, *Aktionärsvereinbarungen*, 2009, S. 7 f.; Söntgerath, *Vermittelte Mehrheit*, 2010, S. 43 f.

¹⁰ Überblick zur Terminologie der Pools bei Hopt, ZGR 1997, 1–4. Lübbert, *Abstimmungsvereinbarungen*, 1971, S. 87 versteht den Poolbegriff enger und verwendet ihn nur, wenn die Parteien auch ihre Erträge bündeln; wie hier aber Dutta, ZGR 2016, 581, 582. Stuber, *Aktionär-Consortien*, 1943, S. 6 f. (Schweiz) und Glattfelder, ZSR 78 (1959), 141a, 175a f. kritisieren Verwechslungsgefahren mit und Abgrenzungsschwierigkeiten zu Banken-, Sicherheiten- und Sanierungspools. Gegen diese Kritik sprechen zwei Argumente: Zum einen ist die Nähe zwischen Abstimmungspools auf der einen, sowie Banken-, Sicherheiten- und Sanierungspools auf der anderen Seite lediglich begrifflicher Natur. Gegenständlich sind die Instrumente so weit voneinander entfernt, dass die Verwechslungsgefahr überschaubar sein dürfte. Zum anderen ist die Bezeichnung „Pool“ in diesem Zusammenhang inzwischen so weit verbreitet, dass eine abweichende Begriffswahl einer kohärenten Begriffsbildung und damit der Verständlichkeit der Untersuchung zuwiderlaufen würde.

¹¹ Sofern es um eine konkrete Gesellschaftsform geht, orientiert sich die Bezeichnung des Leitungsorgans an den gesetzlichen Begrifflichkeiten.

¹² Ripka, *Poolverträge*, 2000, S. 1 äußert sogar, „Poolverträge dürften ... schon fast so lange abgeschlossen werden, wie es Gesellschaften gibt.“ Für ein derart hohes Alter des Phänomens (mindestens 4000 Jahre) fehlen bisher aber hinreichende Nachweise.

¹³ Grundlegend Reuter, *Schranken der Unternehmensperpetuierung*, 1973, S. 243–251.