

Say on Corporate Acquisitions

Von

Lukas Hollerung



Duncker & Humblot · Berlin

LUKAS HOLLERUNG

Say on Corporate Acquisitions

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

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

Professor Dr. Jens Koch, Köln

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

Professor Dr. Gerald Spindler †

Band 259

Say on Corporate Acquisitions

Von

Lukas Hollerung



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristenfakultät der Universität Leipzig
hat diese Arbeit im Jahr 2024 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
© 2025 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: TextFormA(r)t, Daniela Weiland, Göttingen
Druck: Beltz Grafische Betriebe GmbH, Bad Langensalza
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-19298-4 (Print)
ISBN 978-3-428-59298-2 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

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

*Meinen Eltern
Katharina und Klaus*

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2024 von der Juristenfakultät der Universität Leipzig als Dissertation angenommen.

Das Manuskript befindet sich im Wesentlichen auf dem Stand der Abgabe im Januar 2023. Die bemerkenswerte Taktung der Rechtspolitik hat dazu geführt, dass in der Zwischenzeit im In- und Ausland Reformen erfolgt sind, die einiges in dieser Arbeit überholt erscheinen lassen, vieles aber auch nicht. Überraschend ist insbesondere die im Juli 2024 erfolgte Streichung einer Zustimmungspflicht der Hauptversammlung für signifikante Transaktionen aus dem englischen Kapitalmarktrecht, welches hier stellenweise als Referenzrechtsordnung angesehen wurde.

Ich danke besonders Professor Dr. Tim Drygala, der die Promotionsbetreuung übernommen und das Erstgutachten verfasst hat, und PD Dr. Elke Heinrich-Pendl für die Zweitbegutachtung. Den Herausgebern der Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sei für die Aufnahme der Arbeit in ihre Schriftenreihe gedankt.

Weiterhin danke ich meinen Freunden Dr. Philipp Haubold, der mit mir die Freuden und Leiden der Promotionszeit teilte, und Paul Harenberg für herzliche Gespräche über Untiefen des Aktienrechts und alles darüber hinaus.

Das vorliegende Buch war ein Kraftakt, den ich ohne die liebevolle Unterstützung von Yasmin Troncik nicht zu stemmen gewusst hätte. Ich danke dir von ganzem Herzen für unzählige Glücksmomente.

Meine Eltern Katharina Altenhofer-Hollerung und Klaus Hollerung haben mir meinen gesamten Lebensweg ermöglicht. Ihnen ist diese Arbeit von Herzen gewidmet.

Hong Kong, September 2024

Lukas Hollerung

Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1

Einleitung	23
§ 1 Einführung in die Problematik	25
A. Akquisition der Monsanto Inc. durch die Bayer AG	26
I. Ablauf und Finanzierung einer kontroversen Transaktion	26
II. Zweifelhafte Akquisitionsabsichten der Bayer-Manager	30
III. Verweigerung einer Hauptversammlungseteiligung	33
B. Eingliederung in die aktienrechtliche Diskussion	34
I. (Miss-)Erfolgsquote von M&A-Transaktionen	34
II. Zentrale Bedeutung von Akquisitionsmotiven	37
III. Uneinigkeit über eine Hauptversammlungseteiligung	39
§ 2 Gegenstand und Standortbestimmung	42
A. Börsennotierte Aktiengesellschaft	43
B. Fokus auf interne Corporate Governance	44
C. Abgrenzung von externer Corporate Governance	46
§ 3 Methodische Grundlagen	47
A. Empirierezeption als Konzept	48
B. Aktienrecht und Ereignisstudienforschung	49
C. Schnittstellen der Untersuchung	52
I. Ungeschriebenes Zustimmungserfordernis (de lege lata)	52
II. Geschriebenes Zustimmungserfordernis (de lege ferenda)	54
§ 4 Gang der weiteren Darstellung	56

Kapitel 2

Deutsche Aktienrechtsverfassung im Wandel	58
§ 1 Traditionelle Ausrichtung am Stakeholder Value	59
A. Gemeinwohlklausel und DCGK-Vorgaben	60
B. Duale Leitungsorganisation und Mitbestimmung	62
C. Blockaktionäre und Minderheitenschutz	63

§ 2 Internationalisierung und Shareholder Value	64
A. Rechtskulturelle und wirtschaftliche Einflüsse	66
I. Rezeption rechtsökonomischer Konzepte	66
1. Wohlfahrtstheorie	67
2. Neue Institutionenökonomik	69
3. Vertikale Prinzipal-Agenten-Theorie	71
4. Verhaltensökonomik	74
II. Internationalisierung der Kapitalmärkte	76
1. Auflösung der „Deutschland AG“	76
2. Verbreitung institutioneller Investoren	79
3. Hedgefonds-Aktivismus	82
4. Beteiligungen von Privataktionären	84
B. Reaktionen der Rechtspraxis und Regelgeber	87
I. Funktionale Konvergenz der Leitungsorgane	88
1. Vorstandsvorsitzender und CEO	89
2. Aufsichtsrat und Board of Directors	92
II. Formale Konvergenz des Hauptversammlungsrechts	95
1. Erleichterung der Stimmrechtsausübung	96
2. Reform der Aktionärsklagerechte	103
3. Einbindung institutioneller Investoren	107
4. Regulierung von Stimmrechtsberatern	111
5. Ausweitung der Kompetenzen	115
III. Starke und schwache Pfadabhängigkeiten	116
1. Arbeitnehmer-Mitbestimmung	117
2. Richterliche Stärkung der Verwaltung	118
§ 3 Zwischenergebnis: Moderater Shareholder Value als ideale Referenz	120

Kapitel 3

Organschaftliche Pflichtenstellung bei Akquisitionen 123

§ 1 Vorbemerkungen zur Transaktionsstruktur	124
A. Fusionen & Akquisitionen (M&A)?	124
B. Aufgaben von Transaktionsanwälten	125
§ 2 Zentrale Entscheidungsbefugnisse der Verwaltung	127
A. Vorschlag und Durchführung durch den Vorstand	127
B. Kontrollpflichten und Mitentscheidungsrechte des Aufsichtsrats	130

§ 3 Ratifizierung durch die Hauptversammlung?	132
A. Gesetzliches Zustimmungserfordernis	133
I. Erwerb von Beteiligungen oder Wirtschaftsgütern	133
II. Freiwillige Vorlagemöglichkeit	134
III. Satzungsüberschreitung oder -unterschreitung	135
IV. Kapitalmaßnahmen und Aktienrückwerb	136
V. Umwandlung durch Verschmelzung	139
B. Ungeschriebenes Zustimmungserfordernis	142
I. M&A-Transaktionen als Strukturänderung	143
II. Beteiligungserwerb gegen Erwerberanteile	146
III. Beteiligungserwerb gegen Barmittel	147
IV. Fusion durch NewCo-Modell	149
V. Gütererwerb und (Konzern-)Verschmelzung	153
C. „Empfohlenes“ Zustimmungserfordernis	155
I. Deutscher Corporate Governance Kodex	155
II. OECD Principles of Corporate Governance	157
§ 4 Übertragung auf die Monsanto-Akquisition	157
A. Zustimmungserfordernis wegen Satzungsänderung?	158
B. Zustimmungserfordernis wegen Kapitalerhöhung?	158
C. Zustimmungserfordernis wegen Strukturänderung?	159
D. Zustimmungserfordernis wegen barfinanziertem Anteilserwerb?	161
§ 5 Zwischenergebnis: Machtallokation auf Verwaltungsebene	162

Kapitel 4

Selbstkorrektur von „Holzmüller/Gelatine“?	164
§ 1 Prüfung und Handlungsoptionen	165
A. Aktionärsklagen gegen M&A-Transaktionen	165
B. „Rechtsfortbildungsverweigerung“?	169
C. Derogation durch Gesetzgeber als Alternative	171
§ 2 Zwischenergebnis: Selbstkorrektur fraglich	172

Kapitel 5

Von „Say on Pay“ zu „Say on Acquisitions“?	173
§ 1 Theorie, Verbreitung und Evaluation des Vergütungsvotums	175
A. Berücksichtigung rechtsökonomischer Theorie	175
I. Erfolgsabhängige Vergütung	176
II. Eindämmung von Managermacht	177
B. Kodifikationen in führenden Jurisdiktionen	179
I. Britisches Regelungsvorbild	179
II. Skizze eines internationalen Rezeptionsprozesses	181
C. Bestätigung durch empirische Erkenntnisse	186
I. Stimmverhalten der Aktionäre	187
II. Effizientere Vergütungssysteme	189
D. Ausblick: „Say on Pay“ als Katalysator für Aktionärsrechte?	192
§ 2 Aktuelle (Re-)Demokratisierungstendenzen	193
A. Zustimmung für Geschäfte mit nahestehenden Parteien	194
B. Nominierung von Kandidaten für den Verwaltungsrat	196
C. Herabsetzung von Ermächtigungen für Kapitalmaßnahmen	199
D. Billigung von Nachhaltigkeitskonzepten und „Say on Climate“	201
E. Beschlussanträge in Geschäftsführungsfragen	205
F. Kompetenz für Hauptversammlungsverfahren	207
§ 3 Rechtspolitische Leitlinien für ein „Say on Acquisitions“	209
A. Aktionärsseitige Forderungen anerkennen	210
I. Engagement gegen M&A-Transaktionen	210
II. Vorschläge anlässlich der DCGK-Reform 2018/19	214
B. Rechtsökonomische Theorie vermitteln	215
I. Entscheidungs- und Agenturkosten	216
II. Ratifizierung von M&A-Transaktionen	217
C. Ausländische Regelungsvorbilder offenlegen	220
I. 20%-Regel der US-amerikanischen Börsen	221
II. „Klassentests“ im britischen Kapitalmarktrecht	224
III. Weitere Rechtsordnungen im Kontrast	228
D. Empirische Erkenntnisse rezipieren	234
I. Akzeptanz unter Investoren	235
II. Unternehmenswertsteigerung	236
§ 4 Zwischenergebnis: „Say on Acquisitions“ möglich	239

Kapitel 6

Organadäquanz und „Say on Acquisitions“	241
§ 1 Argumentative Bestandsaufnahme	243
A. Von der Legitimations- zur Adäquanzperspektive	243
I. Wegmarken des Gesetzgebungsprozesses	246
1. Aktienrechtsnovelle 1884 als Ausgangspunkt	246
2. Perspektivwechsel mit Aktiengesetz 1937	248
3. Kontinuität seit Aktiengesetz 1965	250
II. Rechtsprechungslinien des II. Zivilsenats des BGH	253
1. Von „Holzmann“ zu „Siemens/Nold“	253
2. Von „Holzmüller“ zu „Gelatine“	257
3. Von „Macrotron“ zu „Frosta“	261
III. Argumente des Schrifttums	266
1. Bruch mit dualistischer Leitungsorganisation	267
2. Schwächen der Hauptversammlungspraxis	268
3. Fehlender Disziplinierungseffekt	271
4. Beschränkung auf börsenferne Aktiengesellschaften	272
B. Rechts- und verhaltensökonomische Einflüsse	274
C. Argumentationslinien im internationalen Vergleich	276
D. Zwischenergebnis: Zustimmungserfordernis „organinadäquat“?	278
§ 2 Methodische Vorabklärung	280
A. Erkenntnisthierarchie empirischer Forschung	281
B. Aussagekraft von M&A-Regressionsanalysen	283
I. Hohe Übertragbarkeit	284
II. Geringe Eindeutigkeit	285
1. Fragliche Wirkungsrichtung	285
2. Unklare Störfaktoren	287
3. Verzerrte Datenauswahl	289
4. Ungenaue Operationalisierung	290
C. Erweiterung des Methodenspektrums	293
§ 3 Empirische Erkenntnisse	296
A. Geschäftsleiterhandeln im Aktionärsinteresse?	297
I. Misserfolgsquote von M&A-Transaktionen	297
II. Eigennützige Geschäftsleiterinteressen	302
III. Urteilsverzerrungen im Entscheidungsprozess	312
1. Selbstüberschätzung der Geschäftsleiter	312

2. Einflüsse nach Transaktionsphasen	315
a) Vorbereitungsphase	316
b) Bieterprozess	321
c) Due Diligence	322
B. Kein Disziplinierungseffekt des Zustimmungserfordernisses?	324
I. Endogenitätsprobleme	325
II. Transaktionen wirtschaftlich erfolgreicher	328
1. US-amerikanische 20 %-Regel	329
2. Britische „Klassentests“	336
III. Häufiger Transaktionsabbruch	338
C. Fehlender Sachverstand der Hauptversammlung?	342
I. Risikoabwägung und (Markt-)Reaktionen	342
II. Würdigung externer Informationen	346
1. Fairness Opinions	346
2. Abstimmungsempfehlungen	350
III. Stimmverhalten institutioneller Investoren	352
1. Dissentierende Stimmabgabe	353
2. Einfluss von Überkreuzbeteiligungen	358
IV. Opponierende Hedgefonds	361
V. Aktivitäten von Privataktionären	365
D. Organisatorische Defizite der Hauptversammlung?	368
I. Keine unverhältnismäßige Verzögerung	368
II. Rückgang der Berufskläger	370
III. Kostenreduktion durch Digitalisierung	374
E. Gesamtbetrachtung der empirischen Erkenntnisse	376
§ 4 Rechtliche Schlussfolgerungen	378
A. Synthese: Zustimmungserfordernis „organadäquat“	379
B. Rechtsdogmatische Konsequenzen	381
I. Ausweitung auf Strukturentscheidungen	382
II. Mediatisierung beim Beteiligungserwerb	383
III. Herabsetzung des Schwellenwerts	384
C. Rechtspolitische Konsequenzen	385
I. Einführung als DCGK-Empfehlung	386
II. Gesetzesregelung nach ausländischem Vorbild	386
D. Rechtspraktische Empfehlung (§ 119 Abs. 2 AktG)	388
E. Retrospektive Wirkungskontrolle notwendig	389

Inhaltsverzeichnis	15
--------------------	----

Kapitel 7

Zusammenfassung	391
------------------------	-----

Literatur- und Materialienverzeichnis	400
--	-----

Sachverzeichnis	483
------------------------------	-----

Abkürzungsverzeichnis

Hinsichtlich der verwendeten Abkürzungen wird auf *Kirchner*, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 2021, verwiesen. Die Übrigen finden sich in der nachfolgenden Darstellung:

Abb.	Abbildung
ABL	Aktiebolagslagen [Swedish Companies Act]
Acad Mgmt Ann	Academy of Management Annals
Acad Mgmt J	The Academy Management Journal
Acc Rev	The Accounting Review
Admin Sci Q	Administrative Science Quarterly
AFEP	Association Française des Entreprises Privées [Französischer Verband der Privatunternehmen]
AktG RF	Aktiengesetz Russische Föderation
Ala L Rev	Alabama Law Review
Alaska Corp Code	Alaska Corporation Code
Am Econ Rev	The American Economic Review
Am J Comp L	American Journal of Comparative Law
Am L Econ Rev	American Law and Economics Review
Am U L Rev	American University Law Review
AMEX	American Stock Exchange
An Rev Fin Econ	Annual Review of Financial Economics
Appl Fin Econ	Applied Financial Economics
ARRL	Aktionärsrechterichtlinie
ASA	Lov om allmennaksjeselskaper [Public Limited Liabilities Companies Act]
ASX	Australian Stock Exchange
B C L Rev	Boston College Law Review
B U L Rev	Boston University Law Review
BCA	Business Combination Agreement
BeckOGK	beck-online.Großkommentar
Bell J Econ	The Bell Journal of Economics
bpb	Bundeszentrale für politische Bildung
BPP	Best Practice Principles for Shareholder Voting Research
British J Mgmt	British Journal of Management
BRZ	Berliner Rechtszeitschrift
Bus Lawyer	The Business Lawyer
BV	Bundesverfassung der schweizerischen Eidgenossenschaft
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management
BW	Burgerlijk Wetboek [Bürgerliches Gesetzbuch]
c.c.	Codice civil [Zivilgesetzbuch]
CA	Companies Act
CA 2001	Corporations Act 2001

CalPRES	California Public Employees' Retirement System
CAR	Cumulative abnormal return
Cato J	Cato Journal
CDAX	Composite DAX
CEO	Chief Financial Officer
CF	Corporate Finance
CFO	Chief Financial Officer
CNMV	Comisión Nacional Del Mercado De Valores [Nationale Wertpapierkommission]
Co.	Company
Colum Bus L Rev	Columbia Business Law Review
Colum J Eur L	Columbia Journal of European Law
Colum L Rev	Columbia Law Review
Cornell Int'l L J	Cornell International Law Journal
Corp Fin & Cap Market L Rev	Corporate Finance & Capital Market Law Review
Corp Gov Int'l Rev	Corporate Governance: An International Review
CSR	Corporate Social Responsibility
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAX	Deutscher Aktienindex
DCA	lov om aktie- og anpartsselskaber [Danish Act on Public and Private Limited Companies]
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DCGL	Delaware General Corporation Law
Del J Corp L	Delaware Journal of Corporate Law
DIRK	Deutscher Investor Relations Verband
DiskE	Diskussionsentwurf
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapieranleger
Duke L J	Duke Law Journal
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
EBLR	European Business Law Review
EBOR	European Business and Organizational Law Journal
ECL	European Company Law
Econ J	The Economic Journal
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
Einl	Einleitung
Emory L J	Emory Law Journal
ESG	Environmental, Social, Governance
EU	Europäische Union
EUR	Euro
Eur Acc Rev	European Accounting Review
Eur Fin Mgmt	European Financial Management
Eur J Bus & Econ	European Journal of Business and Economics
Eur J Fin	European Journal of Finance
FAS	Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCA	Financial Conduct Authority
FCR	Financial Reporting Council

Fin Mark Portf Manag	Financial Markets and Portfolio Management
Fin Mgmt	Financial Management
Fin Res Letters	Finance Research Letters
Fin Rev	The Financial Review
Fla St U L Rev	Florida State University Law Review
FMFG	Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland
Founds & Trends Fin	Foundations and Trends in Finance
FSA	Financial Service Authority
Fut Bus J	Future Business Journal
GDP	Gross domestic product
GesVirtHV	Gesetz zur Einführung virtueller Hauptversammlungen von Aktiengesellschaften und Änderung genossenschafts- sowie insolvenz- und restrukturierungsrechtlicher Vorschriften vom 20.7.2022, BGBl. I 1166
Geo L Rev	Georgetown Law Journal
Ger Econ Rev	German Economic Review
GK	Großkommentar
Glo Bus L Rev	The Global Business Law Review
Harv Bus Rev	Harvard Business Review
Harv Int'l L J	Harvard International Law Journal
Harv J on Legis	Harvard Journal on Legislation
Harv L Rev	Harvard Law Review
Hastings L J	Hastings Law Journal
Herv.	Hervorhebung
HKEX	Hong Kong Stock Exchange
HLS	Harvard Law School
HV	Hauptversammlung
ICGN	International Corporate Governance Network
Inc.	Incorporation
Ind L J	Indiana Law Journal
Int J Indus Org	International Journal of Industrial Organization
Int J Mgmt Rev	International Journal of Management Reviews
Int Rev Fin Anal	International Review of Financial Analysis
Int'l J Bus & Mgmt	International Journal of Business and Management
Int'l Rev L & Econ	International Review of Law and Economics
IOSR J Bus & Mgmt	IOSR Journal of Business and Management
ISS	Institutional Shareholder Services
J Acc Aud & Fin	Journal of Accounting, Auditing & Finance
J Acc Lit	Journal of Accounting Literature
J Appl Corp Fin	Journal of Applied Corporate Finance
J Appl Fin	Journal of Applied Finance
J Bank & Fin	Journal of Banking & Finance
J Bus Fin & Acc	Journal of Business Finance & Accounting
J Bus L	Journal of Business Law
J Conf Res	Journal of Conflict Resolution
J Corp Fin	Journal of Corporate Finance
J Corp Gov	The UIP Journal of Corporate Governance

J Corp L	Journal of Corporation Law
J Corp L Stud	Journal of Corporate Law Studies
J Econ Behav & Org	Journal of Economic Behavior & Organization
J Econ Persp	Journal of Economic Perspectives
J Emp L Stud	Journal of Empirical Legal Studies
J Fin	The Journal of Finance
J Fin & Quant Anal	The Journal of Financial and Quantitative Analysis
J Fin Econ	Journal of Financial Economics
J Ind Comp & Trade	Journal of Industry, Competition and Trade
J L & Econ	Journal of Law & Economics
J L Econ Org	Journal of Law, Economics & Organization
J L Fin & Acc	Journal of Law, Finance and Accounting
J Manag Control	Journal of Managerial Control
J Mgmt	Journal of Management
J Mgmt Gov	Journal of Management and Governance
J Polit Econ	Journal of Political Economics
J Prop Invest	Journal of Property Investment
J Strat Mgmt	Journal of Strategy and Management
JfB	Journal für Betriebswirtschaft
KK	Kölner Kommentar
KZfSS	Kölner Zeitschrift für Soziologie
L & Bus Rev Am	Law and Business Review of the Americas
Lewis & Clark L Rev	Lewis & Clark Law Review
Lg Rg Plan	Long Range Planning
Loy Consumer L Rev	Loy Consumer Law Review
LR	Listing Rules
LSA	Lei de sociedade anônima [Gesellschaftsrecht Nr. 6.404/1976]
LSC	Ley de sociedades anónimas [Kapitalgesellschaftsgesetz]
LSE	London Stock Exchange
m. Anm.	mit Anmerkung
m. Verw.	mit Verweis
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
Manag Fin	Managerial Finance
MDAX	Midcap-DAX
MEDEF	Mouvement des Entreprises de France [Bewegung der französischen Unternehmen]
Mgmt Dec	Management Decision
Mgmt Forschung	Managament Forschung
Mgmt Sci	Management Science
Mich J Private Equity & Venture Cap L	Michigan Journal of Private Equity & Venture Capital Law
Mich L Rev	Michigan Law Review
Min L Rev	Minnesota Law Review
Mio.	Millionen
Missouri Gen & Bus Corp	Missouri General and Business Corporation
MK	Münchener Kommentar
Mrd.	Milliarden

NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
Nev L J	Nevada Law Journal
New York Bus Corp Law	New York Business Corporation Law
NW J Int'l L & Bus	Northwestern Journal of International Law and Business
NW U L Rev	Northwestern University Law Review
NYSE	New York Stock Exchange
NYU J L & Bus	New York University Journal of Law & Business
o.H.	ohne Herausgeber
o.V.	ohne Verfasser
OGH	Österreichischer oberster Gerichtshof
Okla L Rev	Oklahoma Law Review
OR	Schweizerisches Obligationenrecht
Org Sci	Organization Science
Pepp L Rev	Pepperdine Law Review
Plc.	Public Company
Q J Econ	The Quarterly Journal of Economics
Q Rev Econ & Fin	The Quarterly Review of Economic and Finance
Rand J Econ	The RAND Journal of Economics
REIT	Real Estate Investment Trust
Rev Acc Stud	Review of Accounting Studies
Rev Behav Fin	Review of Behavioral Finance
Rev Fin	Review of Finance
Rev Fin Stud	The Review of Financial Studies
Rev Ind Org	Review of Industrial Organization
Rev Manag Sci	Review of Managerial Science
ROE	Return on Equity
ROS	Return on Sales
S Cal L Rev	Southern California Law Review
S&P 500	Standard & Poors 500
Scand J Mgmt	Scandinavian Journal of Management
SDAX	Small-Cap-DAX
SDC	SDC Mergers and Acquisitions database
SdK	Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger
SEA	Securities and Exchanges Act 1934
SEC	Securities and Exchange Commission
Sec.	Section
SMU L Rev	Southern Methodist University Law Review
SRD II	Shareholder Rights Directive II
Stan J L Bus & Fin	Stanford Journal of Law, Business & Finance
Stan L Rev	Stanford Law Review
Strag Mgmt J	Strategic Management Journal
Strat Org	Strategic Organization
Stud Econ & Fin	Studies in Economics and Finance
TAZ	taz.Die Tageszeitung
TCI	The Children's Investment Fund
TecDAX	Technology DAX
Tenn J Bus L	The Tennessee Journal of Business Law
TSX	Toronto Stock Exchange

U Miami L Rev	University of Miami Law Review
U Pa J Int'l Econ L	University of Pennsylvania Journal of International Economic Law
U Pa J Int'l L	University of Pennsylvania Journal of International Law
U Penn L Rev	University of Pennsylvania Law Review
UC Davis L Rev	UC Davis Law Review
UC Irv L Rev	University of California Irvine Law Review
UCLA L Rev	University of California Law Review
ugs.	umgangssprachlich
UK	Vereinigtes Königreich
Univ NSW L J	University of New South Wales Law Journal
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
Va L Bus Rev	Virginia Law and Business Review
Vand L Rev	Vanderbilt Law Review
VergüV	Vergütungsverordnung
Verf.	Verfasser
VGR	Wissenschaftliche Vereinigung für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
Virg L Rev	Virginia Law Review
VO	Verordnung
Vor	Vorbemerkung
Wake Forest L Rev	Wake Forest Law Review
Wash U L Rev	Washington University Law Review
Wisc L Rev	Wisconsin Law Review
Wm & Mary L Rev	William and Mary Law Review
WSJ	Wall Street Journal
Yale L J	Yale Law Journal
Ziff.	Ziffer
ZRS	Zeitschrift für Rechtssoziologie

Kapitel 1

Einleitung

„Should Shareholders Have a Say on Acquisitions?“¹

– Marco Becht u. a. (2021)

Der Rechtsfortbildung im Aktien- und Kapitalmarktrecht wird attestiert, sie folge einem „dialektischen Entwicklungsmuster [...], das häufig skandalgetrieben voranschreitet und geradezu reflexartig auf spektakuläre Unternehmenszusammenbrüche oder geplatzte Spekulationsblasen reagiert.“² Mit Blick auf die umstrittene Übernahme der US-amerikanischen Monsanto Inc. durch die Leverkusener Bayer AG, welche Christian Strenger, aktivistischer Bayer-Aktionär sowie ehemaliger Sprecher der Geschäftsführung und Aufsichtsrat der DWS Investment GmbH,³ als „den größten und schnellsten Wertvernichter der DAX-Geschichte“⁴ bezeichnete, liegt auch diesbezüglich ein Einschreiten des Reformgesetzgebers nicht außer Reichweite. Ein von ihm zusammen mit dem Wirtschaftsanwalt Klaus-Dieter Stephan im Jahr 2017 aus Anlass der Monsanto-Akquisition erdachter Gesetzesentwurf zur Änderung des Aktiengesetzes sieht als Gegenmaßnahme die Einschaltung der Hauptversammlung in den Transaktionsprozess vor.⁵

Die ersten Reaktionen auf den Vorschlag ließen einige Zeit auf sich warten. Erst als Lutz Strohn, von Oktober 2009 bis Januar 2017 stellvertretender Vorsitzender des für Gesellschaftsrecht zuständigen II. Zivilsenats beim BGH, sich anlässlich der anderen großen und transatlantischen Fusion des vergangenen Jahrzehnts zwischen der Linde AG und Praxair Inc. für eine Hauptversammlungszuständigkeit

¹ So der Titel bei *Becht/Polo/Rossi*, J Appl Corp Fin 2021, 48.

² *Fleischer*, in: Engel/Schön, Das Proprium der Rechtswissenschaft, 2007, 50, 71 m. w. N.

³ Siehe den Vermerk zu Christian Strenger auf der Internetseite der Frankfurt School of Finance and Management (www.frankfurt-school.de/home/research/centres/corporate-governance-institute). Im Jahr 2024 belief sich das von der DWS-Gruppe verwaltete Volumen auf 933 Mrd. EUR (www.dws.com/de-de/unser-profil/Zahlen-Fakten/).

⁴ Vgl. den Gegenantrag nach § 126 AktG vom 12. 3. 2019 zur Entlastung des Bayer-Vorstandes auf der Hauptversammlung 2019, 1 (www.bayer.com/sites/default/files/2020-11/hv-2019-gegenantraege.pdf); dazu *Palan*, Manager-Magazin 14. 3. 2019 (www.manager-magazin.de/unternehmen/industrie/bayer-antrag-gegen-werner-baumann-auf-hauptversammlung-a-1257763.html).

⁵ *Stephan/Strenger*, AG 2017, 346 mit abgedrucktem Gesetzesvorschlag (ebd., 348 f.) einschließlich Gesetzesbegründung (ebd., 349 ff.); zur Transaktion ausschließlich de lege lata *Staahe*, in: Stumpf-Wollersheim/Horsch, Forum Mergers & Acquisitions 2019, 2019, 65, 79 f.

bereits *de lege lata* aussprach,⁶ begann sich das juristische Schrifttum vermehrt mit der Stellung der Hauptversammlung in bedeutenden Transaktionen auseinanderzusetzen. Nahezu sämtliche Stellungnahmen⁷ einschließlich drei jüngst erschienene Dissertationen⁸ bezogen sich allerdings schwerpunktmäßig auf die von Strohn bejahte Frage, ob für die Zusammenführung von zuvor unabhängigen Fusionspartnern unter dem Dach einer neu gegründeten Holdinggesellschaft (*new company*, NewCo) eine *ungeschriebene* Hauptversammlungszuständigkeit nach den legendären BGH-Entscheidungen „Holzmüller“⁹ und „Gelatine“¹⁰ einschlägig ist. Die ganz überwiegende Mehrheit der Stimmen lehnt eine Kompetenz ab.¹¹ Rechtspolitische Erwägungen zu der Frage, ob die Hauptversammlung nicht jedenfalls beteiligt werden *sollte*, fanden – von Ausnahmen abgesehen – nur am Rande Platz und kommen ebenfalls ganz überwiegend zu einem negativen Fazit.¹² Unzufrieden und vor dem Hintergrund der sowohl von den Bayer- als auch Linde-Aktionären geforderten Vorlagepflicht stellte Strenger in einem zwei Jahre später veröffentlichten Festschriftenbeitrag fest, „dass dieser Vorschlag [leider] bisher noch keine vertiefte Diskussion der maßgeblichen Stakeholder oder gesetzeständernde Überlegungen ausgelöst hat.“¹³

An diese Aussage Strenger's knüpft die vorliegende Untersuchung an. Sie beleuchtet die Wirkmechanismen der Hauptversammlung der *erwerbenden* Gesellschaft im Kontext großvolumiger Unternehmensakquisitionen und fragt nach Möglichkeiten ihrer rechtsdogmatischen und rechtspolitischen Umsetzung. Zu diesem Zweck kann einerseits auf einschlägige Vorarbeiten zurückgegriffen werden.¹⁴ An-

⁶ Strohn, ZHR 2018, 114, 138, 148 ff.

⁷ Replik von Koch, ZGR 2019, 588; sowie etwa Schmolke, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2018, 2019, 137; Wilsing, in: Spindler u. a., FS Marsch-Barner, 2018, 595; Hippeli, NZG 2019, 535; Priester, in: Hoffmann-Becking/Hommelhoff, FS Krieger, 2020, 713.

⁸ Gemeint sind Horn, Fusion durch NewCo-Übernahme, 2020, 103 ff.; Schmidbauer, Die Kompetenzverteilung zwischen Vorstand und Hauptversammlung im Rahmen des Merger of Equals, 2021, 260 ff.; Kiesgen, Business Combination Agreements, 2021, 154 ff.; zuvor aber schon knapp Wiegand, Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements bei Aktiengesellschaften, 2017, 177 ff.; Muck, Defizite im deutschen Übernahmerecht, 2017, 341 ff.

⁹ BGHZ 83, 122.

¹⁰ BGHZ 159, 30; BGH, NZG 2004, 575 (Parallelentscheidung).

¹¹ Siehe nur die aktuelle Darstellung bei J. Vetter, in: Veil u. a., Öffentliche Unternehmensübernahmen, 2022, 177, 203 m. w. N.; zur Transaktionsstruktur ausführlich Fleischer/Horn, DB 2019, 2675; vgl. noch unter Kap. 3 § 3 B. IV.

¹² Deutlich ablehnend Wilsing, in: Spindler u. a., FS Marsch-Barner, 2018, 595, 603 ff.; Atanasova, M&A Review 2020, 404, 405 ff.; Schmidbauer, Die Kompetenzverteilung zwischen Vorstand und Hauptversammlung im Rahmen des Merger of Equals, 2021, 375 ff.; tendenziell ablehnend Koch, ZGR 2019, 588, 626 f.; Bachmann, in: Paal u. a., FS Ebke, 2021, 61, 69 f.; J. Vetter, in: Bergmann u. a., FS Seibert 2019, 1021, 1028 ff., 1037; offenlassend noch Rotnauer, in: Priester u. a., Praxis und Lehre im Wirtschaftsrecht, 2018, 215.

¹³ Strenger, in: Bergmann u. a., FS Seibert, 2019, 903, 915; zu den Forderungen der Aktionäre noch Kap. 1 § 1 A. III. (Bayer); Kap. 4 § 1 A. (Linde).

¹⁴ Insbesondere Goj, Ungeschriebenes Hauptversammlungserfordernis beim Beteiligungserwerb?, 2017, passim; Zientek, Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen bei Unter-

dererseits und wie für die Prävention von kriseninduzierten Rechtsfortbildungen im Gesellschaftsrecht empfohlen,¹⁵ bilden empirische Erkenntnisse – hier der empirischen M&A-Forschung – einen zentralen Baustein. Diesem Anliegen kommen die jüngeren Arbeiten der Rechtsökonominnen Marco Becht, Andrea Polo und Stefano Rossi zugute, in denen sie auf Grundlage ihrer Daten in einer aktuellen Veröffentlichung vorschlagen, ein „Say on Acquisitions“ einzuführen.¹⁶ Die Terminologie ist dem mittlerweile in Deutschland (§§ 119 Abs. 1 Nr. 3, 120a AktG) und in fast allen führenden Jurisdiktionen eingeführten Mitspracherechts der Hauptversammlung bei der Festlegung der Geschäftsleitungsvergütung (sog. *say on pay*) entlehnt. Maßstabsbildend wäre nach Ansicht der drei Forscher vor allem das kapitalmarktrechtliche Zustimmungsregime des UK. Die Empfehlung bezieht sich allerdings in erster Linie auf das US-amerikanische Recht.¹⁷ Ob vor diesem Hintergrund auch die Argumentationslinie des „Holzmüller/Gelatine“-BGH zu hinterfragen oder eine Reform des deutschen Aktiengesetzes im Sinne des aufgegriffenen Vorschlags zu befürworten ist, ist das zentrale Anliegen der vorliegenden Untersuchung.

§ 1 Einführung in die Problematik

Die zentralen Problemkreise der Untersuchung werden zunächst anhand einer kurzen Fallstudie über die Monsanto-Akquisition illustriert. Als Forschungsrahmen eignet sich ein maßgeblich von Holger Fleischer initiiertes Programm, aus welchem im Wesentlichen drei Fixpunkte aufgegriffen werden. Diese betreffen die grundsätzliche Erfolgswahrscheinlichkeit von Akquisitionen, die Bedeutung von Managermotiven für den Akquisitionserfolg sowie die Rolle der Hauptversammlung der Erwerbergesellschaft im Transaktionsprozess.¹⁸

nehmensakquisitionen einer Aktiengesellschaft, 2016, passim; ferner *Staake*, Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen in börsennotierten und nicht börsennotierten Aktiengesellschaften, 2009, passim.

¹⁵ *Fleischer*, in: Hommelhoff u. a., FS Priester, 2007, 75, 92; vgl. ausführlich zur Gesetzesfolgenabschätzung *Fleischer*, in: Kley u. a., FS von Rosen, 2008, 595, 601 ff.; vgl. noch Kap. 1 § 3 C. I. Fn. 209.

¹⁶ So *Becht/Polo/Rossi*, J Appl Corp Fin 2021, 48, 56; zu einer früheren Version der Studie schon *Goj*, Ungeschriebenes Hauptversammlungserfordernis beim Beteiligungserwerb?, 2017, 321 f.; knapp *Merk/Klausmann*, EWS 2016, 253, 262.

¹⁷ *Becht/Polo/Rossi*, J Appl Corp Fin 2021, 48, 56.

¹⁸ Siehe etwa den Beitrag *Fleischer*, ZHR 2008, 538 und darin zur „Hohe(n) Misserfolgsquote von M&A-Transaktionen“ (ebd., 539 f.), unter „Ökonomische Erklärungen“ zu Managermotiven (ebd., 540 f.) sowie unter „Möglichkeiten einer aktienrechtlichen Gegensteuerung“ zur Hauptversammlung (ebd., 542 ff., 548 ff.); umfassend *Fleischer/Bueren*, in: Paschos/Fleischer, Hdb Übernahmerecht nach dem WpÜG, 2017, § 3 Rn. 31 ff., 48 ff., 51 ff.; ferner *Fleischer*, in: *Fleischer u. a.*, Konvergenzen und Divergenzen im deutschen, österreichischen und schweizerischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 2011, 81, 90, 99 f.; *Fleischer/Schmolke/Zimmer*, in: *Fleischer/Zimmer*, Beitrag der Verhaltensökonomie zum Handels- und Wirtschaftsrecht, 2011, 9, 56 f.; jüngst ähnlich *Weißhaupt*, ZHR 2021, 91, 92 f., 104 ff.