

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 Tronczik 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 Hauptversammlungsbeteiligung | 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 Hauptversammlungsbeteiligung | 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. Gemeinwohllklausel 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 Aktienrüberwerb | 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 |

| <i>Kapitel 5</i> | | |
|---|---|-----|
| Von „Say on Pay“ zu „Say on Acquisitions“? | | |
| § 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 |

| | |
|---|-----|
| <i>Kapitel 6</i> | |
| Organadäquanz und „Say on Acquisitions“ | |
| § 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. Erkenntnishierarchie 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 |
| <i>Kapitel 7</i> | |
| 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 Förderation |
| 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 National 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 |
| Found & 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, BGBI. 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 | Management 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-gegenantrage.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 *Staake*, 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 Rechts-politische 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 gesetzesändernde 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 (Parallellentscheidung).

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 Rottnauer, 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 Gaj, Ungeschriebenes Hauptversammlungserfordernis beim Beteiligungs-erwerb?, 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 Rechtsökonomen 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 Geschäftsleitervergütung (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. I § 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.