

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

---

Band 102

# Ungeschriebenes Hauptversammlungserfordernis beim Beteiligungserwerb?

Eine Betrachtung unter besonderer Berücksichtigung  
des Beteiligungserwerbs der Commerzbank  
an der Dresdner Bank sowie von rechtsvergleichenden  
und rechtsökonomischen Aspekten

Von

Philip Goj



Duncker & Humblot · Berlin

PHILIP GOJ

Ungeschriebenes Hauptversammlungserfordernis  
beim Beteiligungserwerb?

# 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 102

# Ungeschriebenes Hauptversammlungserfordernis beim Beteiligungserwerb?

Eine Betrachtung unter besonderer Berücksichtigung  
des Beteiligungserwerbs der Commerzbank  
an der Dresdner Bank sowie von rechtsvergleichenden  
und rechtsökonomischen Aspekten

Von

Philip Goj



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München  
hat diese Arbeit im Jahre 2015 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  
© 2017 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: Konrad Triltsch GmbH, Ochsenfurt  
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach  
Printed in Germany

ISSN 1614-7626  
ISBN 978-3-428-15060-1 (Print)  
ISBN 978-3-428-55060-9 (E-Book)  
ISBN 978-3-428-85060-0 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☼

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

*Meiner Familie*



## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2015/2016 bei der Juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München als Dissertation eingereicht. Literatur und Rechtsprechung konnten für die Druckfassung noch bis zum 31. März 2016 berücksichtigt werden.

Die Idee zum Thema der Arbeit entstand im Jahr 2010 während meiner Referendarszeit beim Hanseatischen Oberlandesgericht Hamburg, kurz nach Veröffentlichung des Urteils des LG Frankfurt a.M. im Fall *Commerzbank/Dresdner Bank*. Das Thema wurde durch die nachfolgenden Entscheidungen des OLG Frankfurt a.M. und des BGH begünstigt und hat mich seitdem über die Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter und Rechtsanwalt begleitet.

Mein herzlicher Dank gilt allen, die mich während dieser Zeit bei der Erstellung der Arbeit – auf verschiedenste Weise – unterstützt und diese damit möglich gemacht haben.

Meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Lars Klöhn, LL.M. (Harvard), danke ich sehr herzlich für die Ermöglichung der Bearbeitung des Themas sowie für die wohlwollende Begleitung der Arbeit mit einer sehr guten Mischung aus Betreuung und Gewährung von wissenschaftlichem Freiraum. Herrn Prof. Dr. Peter Kindler danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Den Herausgebern danke ich für die freundliche Aufnahme in die Schriftenreihe.

Allen Verantwortlichen der Kanzlei Hengeler Mueller in München danke ich für die Ermöglichung der hervorragenden Rahmenbedingungen zur Erstellung der Arbeit.

Meinem Freund und Kollegen Dr. Kilian Eßwein danke ich sehr herzlich für die wertvollen fachlichen Diskussionen und die gute gemeinsame Zeit während der Erstellung und Fertigstellung unserer Arbeiten.

Mein persönlicher Dank gilt meiner Freundin Julia für ihre liebevolle Unterstützung, ihre Geduld und ihr Verständnis, auch an manchem Wochenende und Feiertag. Schließlich gilt mein Dank meinen Eltern und meinem Bruder Moritz für jegliche Unterstützung in allen Belangen des Lebens. Euch ist diese Arbeit gewidmet.

München, im Dezember 2016

*Philip Goj*





# Inhaltsübersicht

## *Teil 1*

### **Einleitung** 23

A. Einführung und Problemstellung ..... 23

B. Erläuterung des Vorgehens ..... 28

## *Teil 2*

### **Rechtliche Rahmenbedingungen der Bestimmung eines ungeschriebenen Hauptversammlungserfordernisses beim Beteiligungserwerb** 35

A. Der Beteiligungserwerb im Kontext der Kompetenzordnung der Aktiengesellschaft . 35

B. Leitlinien der Entwicklung ungeschriebener Hauptversammlungserfordernisse ..... 61

C. Kritische Würdigung des Meinungsbildes zum Beteiligungserwerb vor dem Fall  
*Commerzbank/Dresdner Bank* ..... 80

D. Der Beteiligungserwerb der Commerzbank an der Dresdner Bank ..... 91

## *Teil 3*

### **Bestimmung eines ungeschriebenen Hauptversammlungserfordernisses beim Beteiligungserwerb *de lege lata* anhand der Leitlinien der Rechtsprechung des BGH** 113

A. Methodisches Vorgehen ..... 113

B. Ausschluss der Problematik durch Verwendung einer Konzernöffnungsklausel ..... 116

C. Beteiligungserwerb gegen Barmittel ..... 120

D. Beteiligungserwerb gegen Anteile der Erwerberin ..... 167

E. Beteiligungserwerb gegen Barmittel und Anteile der Erwerberin ..... 195

F. Ausschluss des ungeschriebenen Hauptversammlungserfordernisses ..... 199

G. Bestimmung eines ungeschriebenen Hauptversammlungserfordernisses im Fall <i>Commerzbank/Dresdner Bank</i> .....	220
---	-----

*Teil 4*

<b>Ermittlung eines ungeschriebenen Hauptversammlungserfordernisses beim Beteiligungserwerb <i>de lege ferenda</i></b>	226
A. Rechtsvergleichende Perspektive .....	227
B. Rechtsökonomische Analyse .....	253

*Teil 5*

<b>Zusammenfassung der Ergebnisse und Schlussbetrachtung</b>	339
A. Zusammenfassung der Ergebnisse .....	339
B. Schlussbetrachtung und Ausblick .....	352
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	356
<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	383

# Inhaltsverzeichnis

## Teil 1

<b>Einleitung</b>	23
A. Einführung und Problemstellung	23
B. Erläuterung des Vorgehens	28
I. Untersuchungsprogramm	28
II. Gang der Erörterung	29
III. Begriffsklärung und Untersuchungsumfang	30

## Teil 2

### **Rechtliche Rahmenbedingungen der Bestimmung eines ungeschriebenen Hauptversammlungserfordernisses beim Beteiligungserwerb**

<b>A. Der Beteiligungserwerb im Kontext der Kompetenzordnung der Aktiengesellschaft</b>	35
I. Historische Entwicklung der Kompetenzordnung	36
II. „Geschriebene“ Kompetenzordnung nach aktueller Rechtslage	46
1. Kompetenzen des Vorstands	46
a) Die Geschäftsführung und Leitung der Gesellschaft	46
b) Die Vertretung der Gesellschaft	50
2. Kompetenzen der Hauptversammlung	52
a) Gesetzliche Hauptversammlungserfordernisse	52
b) Statutarische Hauptversammlungserfordernisse	54
c) Subsidiäre Zuständigkeit der Hauptversammlung	55
3. Kompetenzen des Aufsichtsrats	56
III. Zusammenfassung und Stellungnahme	59
<b>B. Leitlinien der Entwicklung ungeschriebener Hauptversammlungserfordernisse</b>	61
I. Ausgangslage in der Literatur	61
1. Erarbeitung der dogmatischen Grundlagen durch <i>Lutter</i>	61
2. Rezeption der Thesen <i>Lutters</i>	63

II. Die Rechtsprechung des BGH .....	63
1. Das <i>Holz Müller</i> -Urteil .....	63
a) Rechtliche Kernaussagen .....	64
b) Rezeption des <i>Holz Müller</i> -Urteils .....	66
aa) Anfängliche Kritik des <i>Holz Müller</i> -Urteils .....	66
bb) Wachsende Akzeptanz des <i>Holz Müller</i> -Urteils .....	68
2. Die <i>Macrotron</i> - und <i>Frosta</i> -Entscheidungen .....	70
3. Die <i>Gelatine</i> -Urteile .....	72
a) Rechtliche Kernaussagen .....	73
b) Rezeption der <i>Gelatine</i> -Urteile .....	75
4. Die <i>Stuttgarter Hofbräu</i> -Entscheidung .....	76
a) Rechtliche Kernaussagen .....	77
b) Rezeption der <i>Stuttgarter Hofbräu</i> -Entscheidung .....	77
III. Zusammenfassung und Stellungnahme .....	78
C. Kritische Würdigung des Meinungsbildes zum Beteiligungserwerb vor dem Fall <i>Commerzbank/Dresdner Bank</i> .....	80
I. Bisheriges Meinungsbild in der Rechtsprechung .....	80
1. Urteil des LG Stuttgart vom 8. November 1991 .....	81
2. Urteil des LG Duisburg vom 27. Juni 2002 .....	82
3. Beschluss des OLG Frankfurt a.M. vom 15. Februar 2005 .....	83
4. Beschluss des OLG Frankfurt a.M. vom 21. Juni 2007 .....	84
5. Urteil des OLG Schleswig vom 10. März 2009 .....	85
II. Bisheriges Meinungsbild in der Literatur .....	86
1. Grundsätzlich ablehnende Stimmen .....	87
2. Grundsätzlich befürwortende Stimmen .....	88
III. Zusammenfassung und Stellungnahme .....	90
D. Der Beteiligungserwerb der Commerzbank an der Dresdner Bank .....	91
I. Sachverhalt .....	92
1. Ursprünglich geplante Transaktionsstruktur .....	92
2. Graphische Darstellung .....	93
a) Ausgangslage .....	93
b) Schritt 1 der Transaktion .....	93
c) Schritt 2 der Transaktion .....	94
3. Änderung der Transaktionsstruktur .....	94
4. Graphische Darstellung .....	96
a) Erste Tranche der staatlichen Hilfsmaßnahmen .....	96
b) Vollzug der Transaktion .....	96
c) Konzernverschmelzung .....	97
d) Zweite Tranche der staatlichen Hilfsmaßnahmen .....	97

5. Ablauf der Hauptversammlung und Einleitung des Gerichtsprozesses ..... 97

II. Gerichtliche Entscheidungen ..... 98

1. Urteil des LG Frankfurt a.M. vom 15. Dezember 2009 ..... 98

    a) Rechtliche Kernaussagen ..... 98

        aa) Entwicklung des Prüfungsmaßstabs ..... 98

        bb) Anknüpfungspunkt der Zustimmungsbedürftigkeit ..... 99

        cc) Qualitatives Kriterium: wesentliche Veränderung der Unternehmensstruktur ..... 99

        dd) Quantitatives Kriterium: vorliegend unerheblich ..... 100

        ee) Keine Berufung auf satzungsmäßige Konzernklausel ..... 100

        ff) Keine Berufung auf Zustimmung zur Schaffung des genehmigten Kapitals ..... 101

        gg) „Durchschlagen“ der Anfechtbarkeit auf den Aufsichtsrat ..... 101

    b) Rezeption des Urteils des LG Frankfurt a.M. vom 15. Dezember 2009 .... 101

2. Urteil des OLG Frankfurt a.M. vom 17. Dezember 2010 ..... 102

    a) Rechtliche Kernaussagen ..... 103

        aa) Entwicklung des Prüfungsmaßstabs ..... 103

        bb) Vorstandsautonome Maßnahme wegen Konzernöffnungsklausel ..... 103

        cc) Maßgeblichkeit eines Mediatisierungseffekts kann dahinstehen ..... 104

        dd) Hilfsweise: qualitative und quantitative Kriterien nicht erfüllt ..... 104

            (1) Qualitative Kriterien nicht erfüllt ..... 104

            (2) Quantitative Kriterien nicht erfüllt ..... 105

        ee) Kein anderes Ergebnis im Wege einer „Gesamtbetrachtung“ ..... 106

            (1) Unbeachtliche Kriterien im Rahmen der Gesamtbetrachtung ..... 106

            (2) Kein Zustimmungserfordernis wegen Veränderung der Unternehmensstruktur ..... 107

    b) Rezeption des Urteils des OLG Frankfurt a.M. vom 17. Dezember 2010 .... 107

3. Beschluss des BGH vom 7. Februar 2012 ..... 108

    a) Rechtliche Kernaussagen ..... 109

    b) Rezeption des Beschlusses des BGH vom 7. Februar 2012 ..... 109

4. Zusammenfassung und Stellungnahme ..... 110

*Teil 3*

**Bestimmung eines ungeschriebenen Hauptversammlungserfordernisses  
beim Beteiligungserwerb *de lege lata* anhand der Leitlinien  
der Rechtsprechung des BGH**

A. Methodisches Vorgehen ..... 113

B. Ausschluss der Problematik durch Verwendung einer Konzernöffnungsklausel ..... 116

    I. Meinungsbild ..... 116

II. Stellungnahme .....	118
C. Beteiligungserwerb gegen Barmittel .....	120
I. Qualitative Anforderungen .....	120
1. Notwendigkeit eines Mediatisierungseffekts .....	121
a) Meinungsbild .....	121
aa) Organisationsrechtlich orientierte Ansichten .....	122
bb) Mitgliedschaftsbezogene Ansichten .....	123
(1) Verbandsrechtliche Interpretation .....	123
(2) Schutz vor außergewöhnlichen Leitungsmaßnahmen .....	124
(3) Schutz der Vermögensinteressen der Aktionäre .....	125
b) Stellungnahme .....	126
aa) Vorüberlegung .....	126
bb) Schutzzweckerwägungen .....	127
cc) Notwendigkeit des Mediatisierungseffekts .....	129
2. Grundkonzept des Mediatisierungseffekts .....	132
a) Bezugspunkt des Mediatisierungseffekts .....	133
b) Faktische Reduzierung des Aktionärsinflusses .....	134
c) Berücksichtigung der „Gegenleistung“ .....	136
d) Instrument des Eingriffs und Auswirkungen auf die interne Kompetenzordnung .....	137
e) Zusammenfassung .....	137
3. Mediatisierungseffekt beim Beteiligungserwerb gegen Barmittel .....	137
a) Meinungsbild .....	138
aa) Enge Ansicht: keine Mediatisierungsfähigkeit von Barmitteln .....	138
bb) Weite Ansicht: Mediatisierungsfähigkeit von Barmitteln .....	140
b) Stellungnahme .....	141
aa) Bewertung formaler Argumente zur Unterscheidung von Barmitteln und „unternehmerischer Substanz“ .....	141
bb) Sachliche Gleichstellung von Barmitteln und „unternehmerischer Substanz“ .....	143
(1) Beeinträchtigung der Aktionärsrechte .....	143
(2) Funktion von „unternehmerischer Substanz“ und Barmitteln als Teile des Gesellschaftsvermögens .....	144
(3) Verlagerung von Ertragspotential .....	146
cc) Systematische Kontrollüberlegungen .....	146
dd) Tendenz in der Rechtsprechung des BGH .....	147
ee) Zwischenergebnis .....	149
c) Spezielle Fallgestaltungen .....	149
aa) Beteiligungserwerb mit fremdfinanzierten Mitteln .....	149
bb) Beteiligungserwerb durch eine Holding-Gesellschaft .....	150

d) Formulierung in Definitionsform .....	152
II. Quantitative Anforderungen .....	153
1. Grundkonzept der quantitativen Betrachtung .....	153
a) Höhe des Schwellenwerts .....	154
b) Relevante Parameter .....	154
aa) Meinungsbild .....	154
bb) Stellungnahme .....	156
c) Zeitliche Ermittlung der Parameter .....	157
d) Bezugspunkt der Parameter .....	158
aa) Meinungsbild .....	158
bb) Stellungnahme .....	159
(1) Schutzzweck der <i>Holz Müller/Gelatine</i> -Rechtsprechung .....	159
(2) Vorgehensweise des BGH in den <i>Gelatine</i> -Urteilen .....	160
cc) Zwischenergebnis .....	161
2. Quantitative Anforderungen beim Beteiligungserwerb gegen Barmittel .....	161
a) Meinungsbild .....	161
b) Stellungnahme .....	163
c) Wertende Überprüfung .....	165
III. Zwischenergebnis .....	166
D. Beteiligungserwerb gegen Anteile der Erwerberin .....	167
I. Anwendbarkeit der <i>Holz Müller/Gelatine</i> -Grundsätze .....	167
1. Meinungsbild .....	167
2. Stellungnahme .....	169
II. Qualitative Anforderungen .....	171
1. Meinungsbild .....	171
2. Stellungnahme .....	171
a) Ausgangspunkt: Definition des Mediatisierungseffekts .....	171
b) Mögliche wertende Betrachtung .....	172
c) Keine Vergleichbarkeit mit Fällen des „klassischen“ Mediatisierungseffekts .....	173
III. Quantitative Anforderungen .....	175
IV. Gleichwertigkeit der Zustimmung .....	176
1. Maßstab der Mitwirkung der Hauptversammlung nach den <i>Holz Müller/Gelatine</i> -Grundsätzen .....	177
a) „Klassischer“ <i>Holz Müller</i> -Beschluss .....	177
b) Konzeptbeschluss .....	180
2. Maßstab der Mitwirkung der Hauptversammlung bei der Schaffung der Anteile der Erwerberin .....	185
a) Ordentliche Kapitalerhöhung .....	185
b) Bedingtes Kapital .....	186
c) Genehmigtes Kapital .....	187



d) Ausgabe eigener Aktien . . . . .	192
V. Zwischenergebnis . . . . .	194
E. Beteiligungserwerb gegen Barmittel und Anteile der Erwerberin . . . . .	195
I. Meinungsbild . . . . .	195
II. Stellungnahme . . . . .	196
III. Zwischenergebnis . . . . .	199
F. Ausschluss des ungeschriebenen Hauptversammlungserfordernisses . . . . .	199
I. Verschmelzung auf die Erwerberin . . . . .	200
II. Beteiligungsveräußerung gegen Barmittel . . . . .	202
1. Vorfrage: Verhältnis zu § 179a AktG . . . . .	203
2. Potentielle Zustimmungsbefähigung der Beteiligungsveräußerung und Neu- tralisierung des Mediatisierungseffekts . . . . .	205
a) Vollständige Beteiligungsveräußerung . . . . .	206
b) Teilweise Beteiligungsveräußerung . . . . .	207
III. Abschluss von Unternehmensverträgen . . . . .	209
1. Anwendbarkeit der <i>Holz Müller/Gelatine</i> -Grundsätze im Vertragskonzern . . . . .	210
2. Grundsätzliche Wirkung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags . . . . .	211
3. Möglichkeit der Thesaurierung auf Ebene der erworbenen Gesellschaft . . . . .	212
IV. Folgefragen . . . . .	215
1. Zeitliche Nähe zwischen Mediatisierung und Neutralisierung . . . . .	215
2. Auswirkungen auf die Klagemöglichkeiten der Aktionäre . . . . .	217
V. Zusammenfassung . . . . .	219
VI. Formulierung in Definitionsform . . . . .	220
G. Bestimmung eines ungeschriebenen Hauptversammlungserfordernisses im Fall <i>Com- merzbank/Dresdner Bank</i> . . . . .	220
I. Anknüpfungspunkt der Zustimmungsbefähigung . . . . .	220
II. Auswirkungen der Konzernöffnungsklausel . . . . .	222
III. Qualitative Anforderungen . . . . .	222
IV. Quantitative Anforderungen . . . . .	223
V. Ausschluss des ungeschriebenen Hauptversammlungserfordernisses . . . . .	224
1. Erteilung einer gleichwertigen Zustimmung . . . . .	224
2. Neutralisierung des Mediatisierungseffekts . . . . .	225
VI. Ergebnis . . . . .	225

## Teil 4

<b>Ermittlung eines ungeschriebenen Hauptversammlungserfordernisses beim Beteiligungserwerb <i>de lege ferenda</i></b>		226
A. Rechtsvergleichende Perspektive		227
I. Rechtslage in England		227
1. Kompetenzordnung der <i>public limited company</i>		228
2. Zustimmungserfordernis nach Chapter 10 der <i>FCA Listing Rules</i>		230
a) Voraussetzungen der Zustimmungsbedürftigkeit		230
b) Verhältnis zu anderen Zustimmungserfordernissen		235
c) Rechtsfolgen bei Verstoß gegen das Zustimmungserfordernis		235
d) Schutzzweck des Zustimmungserfordernisses		236
3. Sonderfall des <i>reverse takeover</i> nach den <i>FCA Listing Rules</i>		237
4. Zusammenfassung und Stellungnahme		239
II. Rechtslage in den USA		240
1. Kompetenzordnung der <i>Delaware corporation</i>		241
2. Zustimmungserfordernisse nach den <i>NASDAQ Listing Rules</i> und dem <i>NYSE Listed Company Manual</i>		243
a) Voraussetzungen der Zustimmung		244
aa) <i>NASDAQ Listing Rule 5635</i>		244
bb) <i>NYSE Listed Company Manual Sec. 312.03</i>		246
cc) Auswirkungen auf Beteiligungserwerbe		246
b) Rechtsfolgen bei Verstoß gegen das Zustimmungserfordernis		247
c) Verhältnis zu anderen Zustimmungserfordernissen		248
d) Schutzzweck der Zustimmungserfordernisse		249
3. Zusammenfassung und Stellungnahme		249
III. Zwischenergebnis		251
B. Rechtsökonomische Analyse		253
I. Methodisches Vorgehen und Annahmen der ökonomischen Analyse des Rechts		253
1. Positive Folgenprognose		253
a) Grundannahmen		253
b) Kritik und Fortentwicklung		255
2. Normative Folgenbewertung		257
3. Ökonomische Analyse des Unternehmensrechts		259
4. Fundamentale Problematiken		259
a) <i>Principal-agent-Problematik</i>		259
b) <i>Collective-action-Problematik</i>		261

II. Rechtsökonomische Analyse eines Hauptversammlungserfordernisses beim Beteiligungserwerb	263
1. Beteiligungserwerb durch börsennotierte Aktiengesellschaft	263
a) Grundsätzliche Präferenzen und Handlungsoptionen der beteiligten Akteure	264
aa) Vorstand	264
bb) Aktionäre	267
(1) Renditeinteresse der Aktionäre, weitere Präferenzen und Handlungsoptionen	267
(2) Differenzierung zwischen verschiedenen Aktionärsgruppen	270
(a) Strategische Investoren	270
(b) Anlegeraktionäre	272
(c) Finanzinvestoren	274
(aa) Arten von Finanzinvestoren	274
(bb) Gründe für Aktionärsaktivismus von Finanzinvestoren	275
(cc) Gründe gegen Aktionärsaktivismus von Finanzinvestoren	277
(dd) Regulierungstendenzen	278
(ee) Zwischenergebnis	280
(3) Beteiligungsstruktur der börsennotierten Aktiengesellschaften in Deutschland	280
cc) Zwischenergebnis	283
b) Präferenzen und Handlungsoptionen der beteiligten Akteure beim Beteiligungserwerb	284
aa) Beteiligungserwerb ohne Zustimmungserfordernis	284
(1) Präferenzen und Handlungsoptionen des Vorstands	284
(2) Interne Überwachungs- und Disziplinierungsmechanismen	286
(a) Disziplinierung durch Überwachung durch den Aufsichtsrat	286
(b) Disziplinierung durch faktischen und rechtlichen Einfluss auf den Vorstand	288
(c) Disziplinierung durch Haftung und Haftungsandrohung	291
(3) Externe Disziplinierungsmechanismen	294
(a) Disziplinierung durch den Markt für Unternehmenskontrolle	294
(b) Disziplinierung durch den Arbeitsmarkt für Manager	297
(4) Zwischenergebnis	297
bb) Beteiligungserwerb mit Zustimmungserfordernis	299
(1) Präferenzen und Handlungsoptionen des Vorstands	299
(a) Fokussierung auf Aktionärsinteressen	299
(b) Potentielle Restriktionen der Koordination mit den Aktionären	300
(2) Präferenzen und Handlungsoptionen der Aktionäre	303
(a) Strategische Investoren	303
(b) Anlegeraktionäre	304
(c) Finanzinvestoren	305

(3) Zwischenergebnis .....	305
(4) Rechtsökonomische Betrachtung von Argumenten gegen ein Zustimmungserfordernis .....	306
(a) Fehlende Kompetenz und Informationen, Rationalitätsdefizite und Interessenkonflikte der Aktionäre .....	306
(b) Potentielle Verzögerung und unzumutbare Beschränkung des Vorstandshandelns .....	308
(c) Kosten der Hauptversammlung .....	310
(d) Möglichkeit von Anfechtungsklagen .....	311
(aa) Wirkung von Anfechtungsklagen .....	311
(bb) Entscheidungs-Dilemma des Vorstands .....	312
(e) Zwischenergebnis .....	315
c) Empirische Beobachtungen .....	316
aa) Studien zu ökonomischen Auswirkungen einer Zustimmungsbedürftigkeit von Beteiligungserwerben .....	316
(1) Studien zum US-Recht .....	318
(2) Studien zum englischen Recht .....	321
bb) Zusammenfassung und Bewertung .....	323
cc) Zwischenergebnis .....	325
d) Mögliche Kriterien eines Hauptversammlungserfordernisses bei rechtsökonomischer Betrachtung .....	326
aa) Materielle Voraussetzungen der Zustimmungsbedürftigkeit .....	326
(1) Qualitative Anforderungen .....	326
(2) Quantitative Anforderungen .....	327
bb) Entfallen der Zustimmungsbedürftigkeit .....	329
cc) Prozessuale Aspekte .....	330
(1) Informationspflichten .....	330
(2) Mehrheitserfordernis .....	331
(3) Anfechtbarkeit .....	332
dd) Zusammenfassung und Stellungnahme .....	332
2. Beteiligungserwerb durch nicht börsennotierte Aktiengesellschaft .....	333
a) Beteiligungsstruktur der nicht börsennotierten Aktiengesellschaften in Deutschland .....	334
b) Präferenzen und Handlungsoptionen der beteiligten Akteure .....	335
III. Ergebnis .....	338

*Teil 5*

<b>Zusammenfassung der Ergebnisse und Schlussbetrachtung</b>	339
A. Zusammenfassung der Ergebnisse	339
I. Zu Teil 2	339
1. Der Beteiligungserwerb im Kontext der Kompetenzordnung der Aktiengesellschaft	339
2. Leitlinien der Entwicklung der ungeschriebenen Hauptversammlungserfordernisse	339
3. Der Beteiligungserwerb der Commerzbank an der Dresdner Bank	340
II. Zu Teil 3	341
1. Methodisches Vorgehen	341
2. Ausschluss der Problematik durch Verwendung einer Konzernöffnungsklausel	341
3. Beteiligungserwerb gegen Barmittel	341
4. Beteiligungserwerb gegen Anteile der Erwerberin	343
5. Beteiligungserwerb gegen Barmittel und Anteile der Erwerberin	343
6. Ausschluss des ungeschriebenen Hauptversammlungserfordernisses	344
7. Ermittlung eines ungeschriebenen Hauptversammlungserfordernisses im Fall <i>Commerzbank/Dresdner Bank</i>	345
III. Zu Teil 4	345
1. Hauptversammlungserfordernisse beim Beteiligungserwerb in rechtsvergleichender Perspektive	345
a) England	345
b) USA	346
2. Rechtsökonomische Analyse eines Hauptversammlungserfordernisses beim Beteiligungserwerb	347
a) Methodisches Vorgehen und Annahmen der ökonomischen Analyse des Rechts	347
b) Rechtsökonomische Analyse eines Hauptversammlungserfordernisses beim Beteiligungserwerb	348
aa) Präferenzen und Handlungsoptionen der beteiligten Akteure	348
bb) Beteiligungserwerb ohne und mit Zustimmungserfordernis	349
cc) Empirische Beobachtungen	351
dd) Mögliche Kriterien eines ungeschriebenen Hauptversammlungserfordernisses bei rechtsökonomischer Betrachtung	351
ee) Nicht börsennotierte Aktiengesellschaft	352
B. Schlussbetrachtung und Ausblick	352
<b>Literaturverzeichnis</b>	356
<b>Stichwortverzeichnis</b>	383

## Abkürzungsverzeichnis

Hinsichtlich der im Übrigen verwendeten üblichen Abkürzungen wird verwiesen auf *Kirchner*, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 8. Aufl. (2015).

Allianz	Allianz SE
AMEX	American Stock Exchange
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
BegrRegE	Begründung zum Regierungsentwurf
Beil.	Beilage
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
CA 2006	Companies Act 2006
Cal. L. Rev.	California Law Review
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CalSTRS	California State Teachers' Retirement System
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
CEO	Chief Executive Officer
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Commerzbank	Commerzbank Aktiengesellschaft
CREF	College Retirement Equities Fund
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAX	Deutscher Aktienindex
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
DEPP	Decision Procedure and Penalties Manual
DGCL	Delaware General Corporation Law
D&O-Versicherung	Directors-and-Officers-Versicherung
Dresdner Bank	Dresdner Bank Aktiengesellschaft
EBOR	European Business Organization Law Review
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis
FCA	Financial Conduct Authority
Fin. Mgmt.	Financial Management
FMSStBG	Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetz
FMSStFG	Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz
FMSStFV	Finanzmarktstabilisierungsfonds-Verordnung
FMSStG	Finanzmarktstabilisierungsgesetz
FRC	Federal Reporting Council
FSA	Financial Services Authority
FSMA	Financial Services and Markets Act 2000
Geo. L. J.	Georgetown Law Journal
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review

HoldheimsZ	Holdheims Monatsschrift für Handelsrecht und Bankwesen, Steuer- und Stempelfragen
IAS	International Accounting Standards
IM	Interpretative Material
Int. Rev. L. & Econ	International Review of Law and Economics
J. Bus.	Journal of Business
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Econ. Persp.	Journal of Economic Perspectives
J. Exper. Psychol.	Journal of Experimental Psychology
J. Fin.	Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Invest.	Journal of Investing
J. L. & Econ.	Journal of Law and Economics
J. Personality & Soc. Psychol.	Journal of Personality and Social Psychology
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
J. Risk & Uncertainty	Journal of Risk and Uncertainty
LR	Listing Rule
LSE	London Stock Exchange
Ltd.	private limited company
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
NYSE	New York Stock Exchange
plc	public limited company
REMM	Resourceful, Evaluating, Maximizing Man
Rev. Econ. and Statistics	Review of Economics and Statistics
Rev. Financ. Stud.	Review of Financial Studies
RIS	Regulatory Information Services
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
Sec.	Section
SoFFin	Sonderfonds für Finanzmarktstabilisierung
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
SWIB	State of Wisconsin Investment Board
TCI	The Children's Investment Funds
TOP	Tagesordnungspunkt
UCLA L. Rev.	UCLA Law Review
UK CGC	U.K. Corporate Governance Code
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
vs.	versus
Wake Forest L. Rev.	Wake Forest Law Review
Ziff.	Ziffer

## Teil I

# Einleitung

## A. Einführung und Problemstellung

Das *Holz Müller*-Urteil des Bundesgerichtshofs<sup>1</sup> ist auch mehr als 30 Jahre nach seiner Veröffentlichung ein ständig präsentenes Thema in der gesellschaftsrechtlichen Beratungspraxis und Literatur. Kaum ein anderes Urteil auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts dürfte eine derart intensive Behandlung im Schrifttum ausgelöst haben.<sup>2</sup> Der BGH bejahte in diesem Urteil erstmals ein ungeschriebenes Haupt-

---

<sup>1</sup> BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122 („*Holz Müller*“); weitere Fundstellen etwa NJW 1982, 1703; AG 1982, 158; ZIP 1982, 568; WM 1982, 388; DB 1982, 795; BB 1982, 827.

<sup>2</sup> Zum guten Überblick: *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl. (2013), Vor § 311 Rn. 33 ff.; *Kubis*, in: Münchener Kommentar AktG, 3. Aufl. (2013), § 119 Rn. 31 ff.; siehe im Einzelnen die Veröffentlichungen in unmittelbarer Reaktion auf das *Holz Müller*-Urteil: *Großfeld/Brondics*, JZ 1982, 589; *Martens*, ZHR 147 (1983), 377; *Rehbinder*, ZGR 1983, 92; *Westermann*, ZGR 1983, 352; *Werner*, ZHR 147 (1983), 429; *Fleck*, in: Lindenmaier-Möhrling, Nachschlagewerk des Bundesgerichtshofs (1983), § 118 AktG 1965, Bl. 763 ff.; *Semler*, BB 1983, 1566; *Sünner*, AG 1983, 169; *Heinsius*, ZGR 1984, 383; *Beusch*, in: Festschrift für Werner (1984), S. 1; *Götz*, AG 1984, 85; *Lutter*, in: Festschrift für Stimpel (1985), S. 825; *Gefßler*, in: Festschrift für Stimpel (1985), S. 771; *Ebenroth*, AG 1988, 1; *Groß*, AG 1994, 266; *Lutter/Leinekugel*, ZIP 1998, 225; *dies.*, ZIP 1998, 805; *Weißhaupt*, NZG 1999, 804; *Joost*, ZHR 163 (1999), 164; *Zimmermann/Pentz*, in: Festschrift für Müller (2001), S. 151; *Renner*, NZG 2002, 1091; *Henze*, in: Festschrift für Ulmer (2003), S. 211; *Hüffer*, in: Festschrift für Ulmer (2003), S. 279; im weiteren Verlauf dann auch: *Hirte*, EWIR § 179 AktG 1/04, 1161; *Fleischer*, NJW 2004, 2335; *Wagner*, DStR 2004, 141; *Fuhrmann*, AG 2004, 339; *Götze*, NZG 2004, 585; *Weißhaupt*, AG 2004, 585; *Koppensteiner*, Der Konzern 2004, 381; *Altmeppen*, ZIP 2004, 999; *Bungert*, BB 2004, 1345; *Simon*, DStR 2004, 1528; *Habersack*, AG 2005, 137; *Liebscher*, ZGR 2005, 1; *Arnold*, ZIP 2005, 1573; *Reichert*, AG 2005, 150; *Goette*, AG 2006, 522; *Adolff/Adolff*, in: Festschrift für Mailänder (2006), S. 289; *von Falkenhäusen*, ZIP 2007, 24; *Hofmeister*, NZG 2008, 47; *Feldhaus*, BB 2009, 562; *Kiesewetter/Spengler*, Der Konzern 2009, 451; *Lorenz/Pospiech*, DB 2010, 1925; *Gubitz/Nikoleyczik*, NZG 2010, 539; *dies.*, NZG 2011, 91; *Staake*, WuB II A., § 119 AktG, 1.10 (2010), 399; *Decher*, in: Festschrift für Schneider (2011), S. 261; *Kiefner*, ZIP 2011, 545; *Priester*, AG 2011, 654; *Hüffer*, WuB II A., § 119 AktG, 1.11 (2011), 201; *Wilhelm*, WuB II A., § 120 AktG, 1.12 (2012), 351; Kommentarliteratur zu der Thematik: *Mülbart*, in: AktG Großkommentar, 4. Aufl. (1999), § 119 Rn. 29 ff.; *Pentz*, in: Handbuch des Vorstandsrechts (2006), § 17 Rn. 150 ff.; *Bungert*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd. 4, 4. Aufl. (2015), § 35 Rn. 46 ff.; *Krieger*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd. 4, 4. Aufl. (2015), § 70 Rn. 9 ff.; *Reichert*, in: Beck'sches Handbuch der AG, 2. Aufl. (2009), § 5 Rn. 25 ff.; *Spindler*, in: Schmidt/Lutter, AktG, 3. Aufl. (2015), § 119



versammlungserfordernis für die Konstellation der wirtschaftlichen Ausgliederung des wertvollsten Unternehmensteils einer Aktiengesellschaft auf eine Tochtergesellschaft. Neben den durch das *Holz Müller*-Urteil unmittelbar aufgeworfenen Fragen wurde infolge des Urteils insbesondere diskutiert, ob ein ungeschriebenes Hauptversammlungserfordernis auch in weiteren Fällen bestehen kann, wobei hier insbesondere die Fälle des Beteiligungserwerbs, der Verfügungsveräußerung, der Veräußerung sonstiger Vermögensgegenstände und des Delistings einer Hervorhebung aus der breit gefächerten Diskussion verdienen.<sup>3</sup>

In den *Gelatine*-Urteilen<sup>4</sup> hat der BGH den mit dem *Holz Müller*-Urteil eingeschlagenen Weg fortgesetzt – was angesichts der anfangs vorherrschenden kritischen Grundstimmung keineswegs eine Selbstverständlichkeit war – und hat seine Rechtsprechung anhand der Konstellation der „Verenkelung“, also der Einbringung einer Tochtergesellschaft in eine andere Tochtergesellschaft, präzisiert. Die durch den BGH aufgestellten Kriterien zur Ermittlung eines ungeschriebenen Hauptversammlungserfordernisses bilden seither für die bereits entschiedenen Konstellationen einen durchaus handhabbaren Prüfungsmaßstab. Auch zum Delisting<sup>5</sup> und zur

---

Rn. 26 ff.; *Hoffmann*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. (2015), § 119 Rn. 21 ff.; *Binge/Thölke*, in: MAH Aktienrecht, 2. Aufl. (2010), § 25 Rn. 56 ff.; *Bayer*, in: Münchener Kommentar AktG, 4. Aufl. (2016), § 202 Rn. 56 f.; *Koch*, in: Hüffer, AktG, 11. Aufl. (2014), § 119 Rn. 16 ff.; *Kubis*, in: Münchener Kommentar AktG, 3. Aufl. (2013), § 119 Rn. 31 ff.; *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl. (2013), Vor § 311 Rn. 33 ff.; *Reger*, in: Bürgers/Körber, AktG, 3. Aufl. (2014), § 119 Rn. 12 ff.; *Drinhausen*, in: Hölter, AktG, 2. Aufl. (2014), § 119 Rn. 16 ff.; *Marsch-Barnert*, in: Handbuch börsennotierte AG, 3. Aufl. (2014), § 31 Rn. 31 ff.; *Kort*, in: AktG Großkommentar, 5. Aufl. (2015), § 76 Rn. 124 ff.; schließlich Monographien aus jüngerer Zeit: *Grün*, Informationspflichten des Vorstands bei „Holz Müller-Beschlüssen“ (2006); *Wagner*, Ungeschriebene Kompetenzen der Hauptversammlung (2006); *Jansen*, Ungeschriebene Zuständigkeiten der Hauptversammlung bei der Sanierung der Aktiengesellschaft (2007); *Stukenberg*, Ungeschriebene „Holz Müller“-Zuständigkeiten der Hauptversammlung im Lichte der „Macrotron“- und „Gelatine“-Entscheidungen des BGH (2007); *Staahe*, Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen in börsennotierten und nicht börsennotierten Aktiengesellschaften (2009); *Jerczynski*, Ungeschriebene Zuständigkeiten der Hauptversammlung in der Aktiengesellschaft (2009); *Krautz*, Mitentscheidungsrechte der Aktionäre (2011). Selbst eine Beschäftigung in Gedichtform (!) ist nicht ausgeblieben; siehe *Hanau*, in: Festschrift für Westermann (2008), S. 951 ff. (unter dem Titel „H.P. Westermann, Holz Müller & Co.“).

<sup>3</sup> Siehe zum Überblick über die diskutierten Fallgruppen etwa *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl. (2013), Vor § 311 Rn. 38, 42 f.; *Kubis*, in: Münchener Kommentar AktG, 3. Aufl. (2013), § 119 Rn. 66 f., 86 ff.; *Binge/Thölke*, in: MAH Aktienrecht, 2. Aufl. (2010), § 25 Rn. 61 ff.

<sup>4</sup> BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30 („*Gelatine I*“); weitere Fundstellen etwa NJW 2004, 1860; AG 2004, 384; ZIP 2004, 993; DB 2004, 1200; NZG 2004, 571; DStR 2004, 922; BB 2004, 1182; BGH, Urt. v. 26.4.2004 – II ZR 154/02 („*Gelatine II*“), NZG 2004, 575; weitere Fundstellen etwa ZIP 2004, 1001; WM 2004, 1085; DNotZ 2004, 872.

<sup>5</sup> Zunächst bejahte der BGH hier ein Zustimmungserfordernis: BGH, Urt. v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47 („*Macrotron*“); weitere Fundstellen etwa NJW 2003, 1032; AG 2003, 273; ZIP 2003, 387; NZG 2003, 280; dann aber Aufgabe der Rechtsprechung durch BGH, Beschl. v. 8.10.2013 – II ZB 26/12, NZG 2013, 1324 („*Frosta*“); weitere Fundstellen

Beteiligungsveräußerung<sup>6</sup> hat sich der BGH zwischenzeitlich, wenn im zweiten Fall auch nur recht kurz, geäußert.

Keine Rechtssicherheit besteht hingegen nach wie vor bei der Frage, ob auch durch einen Beteiligungserwerb einer Aktiengesellschaft ein ungeschriebenes Hauptversammlungserfordernis ausgelöst werden kann. Der BGH hat hierzu im *Holz Müller*-Urteil ausgeführt, dass „gemeinhin auch die Gründung oder der Erwerb einer Tochtergesellschaft und deren Ausstattung mit dem notwendigen Kapital“ zu dem „gewöhnlichen Rahmen von Handlungen der Geschäftsführung“ zu rechnen sei.<sup>7</sup> Dieser Formulierung lässt sich allerdings gerade keine Aussage darüber entnehmen, ob ein ungeschriebenes Hauptversammlungserfordernis dann gegeben sein kann, wenn der Beteiligungserwerb den beschriebenen „gewöhnlichen Rahmen“ überschreitet bzw. wann der „gewöhnliche Rahmen“ gegebenenfalls überschritten wird. Der BGH hat die vorliegende Fragestellung somit im *Holz Müller*-Urteil ausdrücklich offen gelassen<sup>8</sup> und auch bis *dato* nicht beantwortet.<sup>9</sup>

In der Literatur wurde die Fragestellung zwar auch bisher schon diskutiert, eine herrschende Meinung vermochte sich jedoch nicht herauszubilden. Vielmehr standen (und stehen) sich die Befürworter beider Lager mit ungefähr gleicher Stärke gegenüber.<sup>10</sup> Allerdings scheint dies auch daran zu liegen, dass eine ausführliche und

---

etwa AG 2013, 877; WM 2013, 2213; DB 2013, 2672; ZIP 2013, 2254; DStR 2013, 2526; NJW 2014, 146.

<sup>6</sup> BGH, Beschl. v. 20.11.2006 – II ZR 226/05, NZG 2007, 234 („*Stuttgarter Hofbräu*“); weitere Fundstellen etwa AG 2007, 203; ZIP 2007, 24; WM 2007, 257; DStR 2007, 586.

<sup>7</sup> BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 132 („*Holz Müller*“).

<sup>8</sup> So auch *Henze*, in: Festschrift für Ulmer (2003), S. 211, 229; *Decher*, in: Festschrift für Schneider (2011), S. 261, 265; *Wagner*, DStR 2004, 141, 142.

<sup>9</sup> Zum Beschluss des BGH in der Sache *Commerzbank/Dresdner Bank* noch sogleich.

<sup>10</sup> Siehe zum Überblick über den bisherigen Meinungsstand vor dem Fall *Commerzbank/Dresdner Bank*: *Wagner*, DStR 2004, 141, 142; grundsätzlich ablehnend: *Krieger*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd. 4, 3. Aufl. (2007), § 69 Rn. 10; *Reichert*, in: Beck'sches Handbuch der AG, 2. Aufl. (2009), § 5 Rn. 32; *Marsch-Barner*, in: Handbuch börsennotierte AG, 2. Aufl. (2009), § 31 Rn. 34; *Reger*, in: Bürgers/Körber, AktG, 1. Aufl. (2008), § 119 Rn. 17; *Paefgen*, ZHR 172 (2008), 42, 72; *Arnold*, ZIP 2005, 1573, 1577; *Götze*, NZG 2004, 585, 588; *Wagner*, DStR 2004, 141, 142 ff.; *Renner*, NZG 2002, 1091, 1092 ff.; *Busch*, AG 2002, 145, 148; *Joost*, ZHR 163 (1999), 164, 183; *Groß*, AG 1994, 266, 273 ff.; *Ebenroth/Daum*, DB 1991, 1105, 1109; vorsichtiger *Bungert*, BB 2004, 1345, 1351 (keine „zwingenden Schlussfolgerungen“ aus Rechtsprechung des BGH zu ziehen); grundsätzlich bejahend aber: *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 5. Aufl. (2008), Vor § 311 Rn. 42; *ders.*, AG 2005, 137, 144; *Spindler*, in: Schmidt/Lutter, AktG, 1. Aufl. (2008), § 119 Rn. 33; *ders.*, in: Münchener Kommentar AktG, 3. Aufl. (2008), § 76 Rn. 39; *Bayer*, in: Münchener Kommentar AktG, 2. Aufl. (2005), § 202 Rn. 56; *Semler*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd. 4, 3. Aufl. (2007), § 34 Rn. 38; *Pentz*, in: Handbuch des Vorstandsrechts (2006), § 17 Rn. 165; *Hofmeister*, NZG 2008, 47, 50 f.; *Goette*, AG 2006, 522, 527; *Liebscher*, ZGR 2005, 1, 23 f.; *Henze*, in: Festschrift für Ulmer (2003), S. 211, 229; *Zimmermann/Pentz*, in: Festschrift für Müller (2001), S. 151, 155; *Wagner*, Ungeschriebene Kompetenzen der Hauptversammlung (2006), S. 302; *Hirte*, Bezugsrechtsaus-schluss und Konzernbildung (1986), S. 181; *Lutter*, in: Festschrift für Stimpel (1985), S. 825,