

## Wirklichkeit und materielles Recht



# Quantitative Forschung zur aktienrechtlichen Organadäquanz bei Mergers & Acquisitions

*Lukas Hollerung\**

## *A. Anlass: Monsanto-Akquisition durch Bayer*

*Werner Baumann* ist als Vorstandsvorsitzender der Leverkusener *Bayer AG* seit Mai 2023 Geschichte. Er gilt als Hauptverantwortlicher der im Jahr 2018 finalisierten Akquisition des US-amerikanischen Saatgutriesen *Monsanto*,<sup>1</sup> welche für den deutschen Konzern in einem Desaster endete.<sup>2</sup> Während der Schlusskurs der *Bayer*-Aktie an der Frankfurter Wertpapierbörsen am 9. Mai 2016, dem Tag vor Bekanntgabe des Übernahmeangebots, noch etwa 100 EUR betrug, war der Börsenkurs bis Oktober 2020 auf einen Tiefstwert von unter 45 EUR gefallen. Bis zum heutigen Tage hat sich der Aktienkurs kaum erholt.<sup>3</sup> Die Marktkapitalisierung beträgt „nur“ rund 55 Mrd. EUR und damit weniger als die Übernahme gekostet hatte (ca. 58,8 Mrd. EUR).<sup>4</sup> Als Reaktion auf den Kurssturz sprachen sich zahlreiche Anteilseigner für die vorzeitige Beendigung von *Baumann's* Amtsperiode aus. Um die Wogen innerhalb der Eigentümerschaft zu glätten, verpflichtete der Aufsichtsrat den „unbefangenen“ US-Amerikaner *Bill Anderson*.<sup>5</sup>

Aus wirtschaftsrechtlicher Sicht ist die *Monsanto*-Akquisition ein herausragendes Fallbeispiel, um näher über die Ursachen von Transaktionsmissserfolgen und rechtliche Gegenmaßnahmen nachzudenken.<sup>6</sup> Aus welchen Gründen ignorierten beispielsweise die *Bayer*-Manager, dass der glyphos-

---

\* Dr. iur., der Beitrag beruht im Wesentlichen auf einem Kapitel meiner Dissertation, siehe *L. Hollerung, Say on Corporate Acquisitions*, Berlin (im Erscheinen).

1 *B. Fröndhoff*, Bill Anderson wird neuer Bayer-Chef, Handelsblatt, Nr. 29, 9.2.2023, 1, 24.

2 *B. Koch*, Im Strudel, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 112, 15.5.2019, 8.

3 Am Tag der Manuskriptabgabe, dem 26.9.2023, kostete die *Bayer*-Aktie 45,69 EUR (abgerufen über finanzen.net).

4 *E. Dostert*, Baumann bereut nichts, Süddeutsche Zeitung, Nr. 50, 1.3.2023, 15.

5 *B. Fröndhoff*, Viel Lob und hohe Erwartungen, Handelsblatt, Nr. 30, 10.-12.2.2023, 24.

6 Mit Ansätzen bereits *H. Fleischer/E. Bueren*, § 3 Wirtschaftsrechtliche und rechtsökonomische Grundlagen des Übernahmerechts, in: *H. Fleischer/N. Paschos* (Hrsg.), Handbuch Übernahmerecht, München 2017, Rn. 48 ff.

athaltige *Monsanto*-Verkaufsschlager „Roundup“ mutmaßlich für Krebserkrankungen zahlreicher Kläger ursächlich ist? Möglicherweise unterlagen sie im Akquisitionsprozess einer sog. Affektheuristik, bei der „das Ergebnis von im Vorhinein bestehenden, nicht kritisch hinterfragten Gefühlen oder politischen oder ethischen Grundüberzeugungen beeinflusst wird.“<sup>7</sup> Wie ist außerdem die Forderung zahlreicher Anteilseigner zu bewerten, nach welcher die Transaktion im Forum der Hauptversammlung hätte diskutiert und mit einem Beschluss verbindlich ratifiziert werden sollen?<sup>8</sup> Der Vorschlag wurde von *Baumann* persönlich abschlägig unter Verweis auf die fehlende Zuständigkeit der Hauptversammlung für M&A-Transaktionen beschieden.<sup>9</sup> Ob ein Alleinentscheidungsrecht der Verwaltung gegenüber einem Zustimmungserfordernis der Hauptversammlung tatsächlich überlegen ist, wird im Folgenden in Bezug auf M&A-Transaktionen näher untersucht. Um die Wirkungsweise der jeweiligen Entscheidungskonstellation „realistisch“ abzubilden, ist es notwendig, Erkenntnisse der empirischen Forschung zu berücksichtigen.<sup>10</sup> Einführend bedarf es einiger Überlegungen zur Methodik der Untersuchung (B.). Anschließend arbeite ich die rechtlichen Schnittstellen heraus (C.). Im Hauptteil erfolgt die rechtsempirische Analyse (D.). Zuletzt ziehe ich ein kurzes Fazit (E.).

### B. Methodische Überlegungen

Für die vorliegende Analyse erhebe ich selbst keine Daten. Vielmehr verfolge ich die genuin rechtswissenschaftliche<sup>11</sup> Strategie, Untersuchungsergebnisse von Nachbarwissenschaften zu rezipieren (I.). Ein Großteil der Studien stammt aus der quantitativen M&A-Forschung, weshalb ich die methodischen Instrumente dieser Forschungsrichtung anschließend beleuchte (II.).

---

7 J. Vetter, Intuition und Business Judgment, in: M. Dreher/I. Drescher/P. Mülbert/D. Verse (Hrsg.), *Festschrift für Alfred Bergmann*, Berlin/Boston 2018, S. 827 (837).

8 B. Fröndhoff/A. Rezmer/D. Schäfer, Investoren hadern mit Bayer, *Handelsblatt*, Nr. 82, 29.4.2019, 5.

9 So in der Rede auf der Hauptversammlung 2017, wiedergegeben bei O. Rieckers, Nachlese zur Hauptversammlungssaison 2017 und Ausblick auf 2018 (Teil 2), DB 2017, 2786 (2787).

10 Dazu P. Mason/U. Rodrigues/M. Stegemoller/S. Utke, *Wake Forest L. Rev.* 53 (2018), 158 (161): „Current arguments about the value of the vote are dominated by anecdote rather than analysis.“

11 W. Schön, Quellenforscher und Pragmatiker, in: W. Schön/C. Engel (Hrsg.), *Das Proprium der Rechtswissenschaft*, Tübingen 2007, S. 313 (318).

## I. Empirierezeption als Konzept

Die Berücksichtigung empirischer Erkenntnisse in aktienrechtlichen Arbeiten erfolgt schwerpunktmäßig über deren Rezeption (und nicht der Produktion).<sup>12</sup> Unter Rezeption verstehe ich die Einbeziehung von empirischen Erkenntnissen unter Würdigung ihrer Aussagekraft zur Beantwortung der vom Rezipienten untersuchten rechtlichen Fragestellung. Als Wegmarken der Untersuchung bietet sich der Rückgriff auf ein von *Hamann* in Anlehnung an die evidenzbasierte Medizin entwickeltes Konzept an, das „dem Erkenntnisinteresse der Jurisprudenz gerecht wird und dabei weitestgehend ihre eigene Arbeitsweise ermöglicht.“<sup>13</sup> Es besteht aus vier Arbeitsschritten:

1. Fragestellung formulieren (*asking*);
2. Frühere Forschung finden (*accessing*);
3. Forschung würdigen (*appraising*);
4. Feststellungen verarbeiten (*applying*).<sup>14</sup>

Namentlich unter 3. sind eine Reihe von Rezeptionsregeln zu beachten,<sup>15</sup> auf deren aus meiner Sicht wichtigste ich kurz eingehen möchte. Die sog. „Erkenntnishierarchie empirischer Forschung“ legt fest, dass Forschungsauswertungen (bzw. Meta-Analysen) den empirischen Erkenntnisstand am besten abbilden, auf zweiter Stufe stehen Forschungsberichte und erst zuletzt ist auf Primärstudien zurückzugreifen.<sup>16</sup> Eine Einschränkung erfährt dieser Grundsatz allerdings durch den Umstand, dass zu vielen Rechtsfragen kaum Forschungssynthesen existieren, weil beispielsweise „die Taktung der Rechtspolitik es oft nicht [erlaubt], auf die für Forschungssynthesen erforderliche Evidenzmasse zu warten“<sup>17</sup> oder schon die Erstellung von

---

12 *H. Hamann*, Evidenzbasierte Jurisprudenz, Tübingen 2014, S. 30 ff.; auch *H. Fleischer*, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht als wissenschaftliche Disziplin, in: Engel/Schön, *Proprium* (Fn. II), S. 50 (74).

13 *Hamann*, Jurisprudenz (Fn. 12), S. 32; auch *J. Lüdemann*, Die Grenzen des homo oeconomicus und die Rechtswissenschaft, in: C. Engel/M. Englert/J. Lüdemann/I. Döhmann (Hrsg.), Recht und Verhalten, Tübingen 2007, S. 7 (51): „Bei aller Offenheit für Methoden und Theorien der Nachbarwissenschaften muss die Rezeptionstheorie stets die Eigengesetzlichkeiten der Rechtswissenschaften im Blick behalten.“

14 *H. Hamann*, Empirische Erkenntnisse in juristischen Ausbildungsarbeiten, JURA 2017, 759 (765); auch *Hamann*, Jurisprudenz (Fn. 12), S. 31 f.

15 Zusammenfassend *Hamann*, Jurisprudenz (Fn. 12), S. 106 ff.

16 *Hamann*, Jurisprudenz (Fn. 12), S. 126.

17 *Hamann*, Jurisprudenz (Fn. 12), S. 131 mit dem wichtigen Zusatz: „zumal nie sicher ist, ob zu einer bestimmten Rechtsfrage überhaupt je ausreichende empirische For-

Primärstudien an dem abweichenden Erkenntnisinteresse der Sozialwissenschaften scheitert.<sup>18</sup>

## II. Grundlagen der quantitativen M&A-Forschung

Für die vorliegende Untersuchung stützte ich mich ganz überwiegend auf Erkenntnisse der quantitativ-empirischen M&A-Forschung. Im Gegensatz zur qualitativ-empirischen Forschung werden hierbei ausschließlich Fallgruppen oder Fallgesamtheiten und nicht einzelne Sachverhalte untersucht.<sup>19</sup> Zentrales Instrument, um die Datenmengen in Beziehungen zu setzen, ist die sog. Regression. Selbst für Juristen wird die Fähigkeit, eine Regressionsanalyse zu deuten, mitunter zum Handwerkszeug gezählt.<sup>20</sup> Daraus soll zunächst die Funktionsweise von Regressionsanalysen knapp dargestellt werden (1.). Ordnet man die Aussagekraft der Regressionsanalyse in die Dichotomie der Validitätslehre ein, kommt ihnen nach den Kriterien der externen (2.) und internen Validität (3.) eine hohe Übertragbarkeit und eine geringe Eindeutigkeit zu.

### 1. Regressionsanalysen

Bei Regressionsanalysen handelt es sich im Kern um Beobachtungsstudien. Für M&A-Forscher ist Gegenstand der Analyse meistens eine Stichprobe von Transaktionssachverhalten aus der Vergangenheit, die bestimmten vorher festgelegten Kriterien entspricht.<sup>21</sup> Das Ziel von Regressionsanalysen ist es, einen statistischen Zusammenhang (Korrelation) zwischen der abhängi-

---

schung existieren wird.“; für hiesige Forschungsfrage noch *M. Hechler, Towards a More Balanced Treatment of Bidder and Target Shareholders, Colum. Bus. L. Rev. 1997, 319 (383)* in Fn. 190: “I have found no research on the value of shareholder voting rights to bidder shareholders when acquisitions are under consideration.”

18 Dies sieht *C. Engel, Rechtswissenschaft als Sozialwissenschaft*, in: *G. Bachmann/S. Grundmann/A. Mengel/K. Krolop (Hrsg.), Festschrift für Christine Windbichler, Berlin/Boston 2020*, S. 33 (49) als das entscheidende Argument an, wonach Juristen selbst als Primärforscher tätig werden sollten.

19 *Hamann, Jurisprudenz* (Fn. 12), S. 21.

20 *M. Gelter, Rezension: E. Towfigh/N. Petersen, Ökonomische Methoden im Recht, 2017, RabelsZ 83 (2019), 461 (464)*: „Zumindest eine einfache Regressionsanalyse sollte heute jeder Rechtswissenschaftler deuten können.“

21 Beispielsweise werden nur Transaktionen mit einem Volumen von über 1 Mio. USD erfasst.

gen und einer oder mehrerer unabhängigen Variablen zu modellieren. Entsprechend der im anglo-amerikanischen Wirtschaftsraum vorherrschenden Shareholder Value-Orientierung ist die abhängige Variable meistens der Unternehmenswert,<sup>22</sup> welcher in Form der kumulativen abnormalen Rendite oder Jahresabschlusskennzahlen operationalisiert wird.<sup>23</sup> Zum üblichen Kanon der unabhängigen Variablen der M&A-Forschung gehören Eigenschaften der beteiligten Unternehmen, spezifische Transaktionscharakteristiken und makroökonomische Faktoren. Eine abschließende Liste von Variablen hat sich allerdings noch nicht herausgebildet und scheint mit Blick auf die Vielzahl denkbarer Einflüsse und die Heterogenität der Forschungslandschaft auch perspektivisch kaum vorstellbar.<sup>24</sup>

Mit Regressionen soll nun ermittelt werden, ob eine unabhängige Variable überhaupt Einfluss auf die abhängige Variable hat, wie sich die abhängige Variable bei einer Änderung der unabhängigen Variable verändert und wie sich die abhängige Variable im Zeitverlauf ändert,<sup>25</sup> wobei zugleich der Einfluss anderer erklärender Variablen berücksichtigt wird.<sup>26</sup> Aufgrund der objektiven Kriterien und der Vergleichbarkeit der erhobenen Daten gilt die Regressionsanalyse – trotz ihrer zweifellos vorhandenen Schwächen – gegenüber anderen Forschungsmethoden wie Geschäftsleiterbefragungen, bestimmten Ereignisanalysen<sup>27</sup> oder Fallstudien als überlegene Forschungsmethode.<sup>28</sup>

- 
- 22 Dies in Bezug auf die Börsenkursbetrachtung bei der Ereignisstudie herausstellend *Hamann, Jurisprudenz* (Fn. 12), S. 46.
- 23 Vgl. *T. Brunner-Kirchmair, Corporate Governance und die Performance von Mergers & Acquisitions*, Wiesbaden 2017, S. 25 ff., 30 ff.; unter Einschluss weniger prominenter Variablen siehe die Meta-Betrachtung *M. Zollo/D. Meier, What is M&A Performance?*, *Mgmt. Persp.* 22 (2008), 55 (57 f.) (Table. 1).
- 24 Vgl. *A. Das/S. Kapil, Explaining M&A performance*, *J. Start. Mgmt.* 5 (2012), 284 (285), deren Auswertung von 48 Primärstudien 125 (!) verschiedene erklärende Variablen zutage fördert.
- 25 So explizit *S. Georg/N. Petersen*, § 7 Empirische Methoden, in: *E. Towfigh/N. Petersen* (Hrsg.), *Ökonomische Methoden im Recht*, Tübingen 2017, S. 195 (229) Rn. 467.
- 26 *A. Engert, Empirische Rechtswissenschaft – Vorstellung einer Forschungsrichtung*, *BRZ* 2022, 3 (12).
- 27 Diese Methode ist nicht zu verwechseln mit der Ereignisstudie (event study). Bei der hier gemeinten Ereignisanalyse wird beispielsweise die Desinvestitionsrate vorher akquirierter Unternehmen oder die Mitarbeiterfluktuation als Erfolgskriterium herangezogen, siehe *Brunner-Kirchmair, Corporate Governance* (Fn. 23), S. 33 f.
- 28 Etwa *R. Görlitz, Der Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen*, Kassel 2013, S. 63; vgl. überblicksartig *R. Bruner, Does M&A Pay?*, *J. Appl. Fin.* (2002), 48 (51) (Table I.).

## 2. Externe Validität

Mit der externen Validität wird die Aussagekraft einer Studie über den für die Forschungsfrage relevanten Lebenssachverhalt gemessen.<sup>29</sup> Ziel des Primärforschers muss es sein, dass die Eigenschaften der Stichprobe denjenigen der gesamten Population möglichst nah kommen und allenfalls zufällige Abweichungen bestehen.<sup>30</sup> Da die quantitative M&A-Forschung vergangene Transaktionen beobachtet, werden weitestgehend unverfälschte Daten aus dem Lebenssachverhalt verwendet, auf den ihre Fragestellung bezogen ist.<sup>31</sup> Eine Manipulation der Versuchsumstände ist denknotwendig ausgeschlossen. Handelt es sich um eine Zufallsziehung weisen die Ergebnisse die größtmögliche äußere Gültigkeit auf.<sup>32</sup>

Als Frage der externen Validität stellt sich allerdings auch dar, ob sich die Erkenntnisse anglo-amerikanischer Primärstudien auf deutsche Unternehmen übertragen lassen. Für eine umfassende Antwort ist hier zwar nicht der Ort, dennoch möchte ich drei Gründe, die *für* eine Übertragbarkeit sprechen, kurz anreißen: Erstens handelt es sich bei der Shareholder Value-Orientierung um eine ideale Referenz,<sup>33</sup> über die sich die anglo-amerikanischen und die deutsche Rechtsordnung inzwischen weitestgehend einig sind.<sup>34</sup> Zweitens existiert eine ganze Bibliothek an Beiträgen, in denen die kontinuierliche Annäherung der Corporate Governance-Strukturen zwischen Unternehmen anglo-amerikanischer und deutscher (respektive europäischer) Prägung herausgestellt wird.<sup>35</sup> Drittens fehlt es schlicht häufig

---

29 *Hamann, Jurisprudenz* (Fn. 12), S. 135.

30 Im Kontext der schließenden Statistik nur *Hamann, Jurisprudenz* (Fn. 12), S. 78.

31 Vgl. *Hamann, Jurisprudenz* (Fn. 12), S. 142.

32 Vgl. so *Hamann, Jurisprudenz* (Fn. 12), S. 142 im Zusammenhang mit der „Korrelationsstudie“, dem „Idealtyp der Übertragbarkeit“.

33 Vgl. zu dieser Voraussetzung für den Einsatz ausländischer Empirie A. *Tschentscher, Rechtsvergleichung und empirische Forschung*, ZVglRWiss 2010, 362 (364).

34 Diese Aussage ist vor dem Hintergrund des Aufstiegs der ökonomischen Analyse des Rechts zu verstehen, vgl. T. *Tröger, Vom Rheinischen Kapitalismus zum Kapitalmarktrecht* (und wieder zurück?), in: T. Duve/S. Ruppert (Hrsg.), *Rechtswissenschaft in der Berliner Republik*, Berlin 2018, S. 664 (686); konkreter H. *Fleischer*, in: Henssler (GesamtHrsg.), OGK-AktG, Stand: 01.07.2023, § 76 Rn. 36 ff.

35 Beispielhaft zur Annäherung zwischen Board-System und Aufsichtsrat nur K. *Hopt, Der Aufsichtsrat*, ZGR 2019, 507 (522); T. *Drygala*, in: K. Schmidt/M. Lutter (Hrsg.), *AktG*, Köln 2020, § 111 Rn. 5. Zur Annäherung zwischen CEO und Vorstandsvorsitzendem nur H. *Rieger, Gesetzeswortlaut und Rechtswirklichkeit im Aktienrecht*, in: M. Lutter/M. Scholz/W. Sigle (Hrsg.), *Festschrift für Martin Peltzer*, Köln 2001, S. 339 (347); T. *Baums* (Hrsg.), *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance*,

an Kapitalmarktforschung zum deutschen Rechts- und Wirtschaftssystem, sodass es sich bei anglo-amerikanischen Studien um eine „bestmögliche Quelle für empirische Betrachtungen [...] [handelt] und damit brauchbare Anhaltspunkte auch für das deutsche Recht [liefert].“<sup>36</sup>

### 3. Interne Validität

Anhand der internen Validität lassen sich Aussagen zu der Ursachen-Wirkungs-Relation treffen. Eine hohe interne Validität liegt vor, wenn die Veränderungen in den abhängigen Variablen eindeutig auf den Einfluss der unabhängigen Variablen zurückzuführen sind.<sup>37</sup> Beobachtungsstudien im Allgemeinen und M&A-Regressionsanalysen im Besonderen lassen eine kausale Interpretation der untersuchten Daten aus einer Reihe von Gründen kaum zu, was immer mehr zu einer Krise der quantitativen M&A-Forschung führt.<sup>38</sup>

So besteht die Gefahr, dass sich die Kausalität im Vergleich zu der Annahme des Forschers genau umgekehrt verhält oder eine unberücksichtigte dritte Variable für die unabhängige und die abhängige Variable ursächlich ist.<sup>39</sup> Des weiteren müssen Forscher immer damit rechnen, dass Störfaktoren auf die abhängige Variable einwirken und den Wirkungszusammen-

---

Köln 2001, S. 80 Rn. 36. Mit Blick auf die Aktionärsrechte dann etwa *A. Hellgardt/A. Hoger*, Transatlantische Konvergenz der Aktionärsrechte, ZGR 2011, 38 (53 ff.); *M. Siems*, Die Konvergenz der Rechtssysteme im Recht der Aktionäre, Tübingen 2005, passim.

- 36 *P. Goj*, Ungeschriebenes Hauptversammlungserfordernis beim Beteiligungserwerb?, Berlin 2017, S. 325; ähnlich *Fleischer*, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht als wissenschaftliche Disziplin, in: Engel/Schön, Proprium (Fn. 11), S. 50 (73).
- 37 *N. Döring*, Forschungsmethoden und Evaluation in den Sozial- und Humanwissenschaften, Berlin 2022, S. 100.
- 38 Vgl. *Das/Kapil*, M&A performance (Fn. 24), 284 (298): “the findings [...] are diverse and lack necessary integration and consolidation.“; mit Impulsen *A. Meglio/O. Risberg*, Mergers and acquisitions – Time for a methodological rejuvenation of the field?, *Scand. J. Mgmt.* 26 (2010), 87.
- 39 Zum Problem *Hamann*, Jurisprudenz (Fn. 12), S. 144; *H. Mulherin/J. Netter/A. Poulsen*, The Evidence on Mergers and Acquisitions, in: *B. Hermalin/M. Weisbach* (Hrsg.), The Handbook of the Economics of Corporate Governance, Vol. I, Amsterdam 2017, S. 235 (239 f.): ”Endogeneity concerns are very important in studying the causes and effects of M&A transactions.“

hang verunreinigen.<sup>40</sup> Als drittes werden teilweise Daten ausgewählt, bei denen keine Ähnlichkeit mit der Gesamtpopulation zu erwarten ist, beispielsweise wenn ausschließlich Unternehmen aus einem Auswahlindex zusammengefasst oder die Informationen einer verzerrenden Datenbank entnommen werden.<sup>41</sup> Zuletzt erfolgt die Operationalisierung der verwendeten Variablen möglicherweise ungenau. So besteht etwa eine lebhafte Diskussion darüber, ob der Transaktionserfolg (bzw. der Unternehmenswert) überhaupt in den jeweiligen Parametern präzise abgebildet wird.<sup>42</sup>

### *C. Schnittstellen: Rechtsdogmatik und Rechtspolitik*

Während in den USA Recht ist, was der Richter entscheidet, sind in Deutschland juristische Entscheidungen durch die Zivilrechtskodifikationen dogmatisch determiniert.<sup>43</sup> Dementsprechend ist die Rezeption nachbarwissenschaftlicher Erkenntnisse nur in normativ abgesicherten Schnittstellen anschlussfähig.<sup>44</sup> Die hiesige Untersuchung bewegt sich in zwei Schnittstellen: der Rechtsdogmatik (I.) und der Rechtspolitik (II.).

#### I. Ungeschriebenes Zustimmungserfordernis

Auf dogmatischer Ebene ist das Einfallstor für die hiesige Empirierezeption die „Holzmüller/Gelatine“-Rechtsprechung. Mit diesen Entscheidungen hat der II. Zivilsenat des BGH klargestellt, dass der Hauptversammlung

- 
- 40 Instruktiv wiederum *Hamann*, Jurisprudenz (Fn. 12), S. 147 ff.; *Georg/Nielsen*, § 7 Empirische Methoden, in: *Towfigh/Petersen*, Ökonomische Methoden (Fn. 25), S. 195 (200) Rn. 406.
  - 41 Vgl. *J. Netter/M. Stegemoller/B. Wintoki*, Implications of Data Screens on Merger and Acquisition Analysis, *Rev. Fin. Stud.* 24 (2011), 2316: “Much of what we know about mergers and acquisitions (M&As) is taken from studies that are performed on relatively small and unrepresentative samples”.
  - 42 Vgl. *A. Meglio/O. Risberg*, The (mis)measurement of M&A performance, *Scand. J. Mgmt.* 27 (2011), 418.
  - 43 *G. Wagner*, in: Privatrechtsdogmatik und ökonomische Analyse, in: *M. Auer/H.C. Grigoleit/J. Hager u.a. (Hrsg.)*, *Festschrift für Claus-Wilhelm Canaris*, Berlin/Boston 2017, S. 281 (282 f.).
  - 44 *Engel*, Verhaltenswissenschaftliche Analyse: Gebrauchsanweisung für Juristen, in: *Engel/Englert/Lüdemann/Döhmann*, Recht und Verhalten (Fn. 13), S. 363 (379 ff.); darauf aufbauend *Hamann*, Jurisprudenz (Fn. 12), S. 33 ff.

unter bestimmten Umständen ungeschriebene Kompetenzen zukommen. Die Rechtsfigur der ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen ist das „Ergebnis einer offenen Rechtsfortbildung“;<sup>45</sup> ein Begründungsdogma, das einen Hinweis „auf eine gewisse Unfertigkeit des Ergebnisses [enthält] mit der Einladung, an der dogmatischen und praktischen Präzisierungen der Voraussetzungen und Rechtsfolgen des neuen Rechtssatzes weiter zu arbeiten.“<sup>46</sup>

Nach der Doktrin kann der Vorstand einer Aktiengesellschaft auch abseits der gesetzlichen Zuständigkeiten wegen eines „tiefgreifenden Eingriffs in die mitgliedschaftlichen Befugnisse der Aktionäre intern gehalten [sein], die Zustimmung der Hauptversammlung einzuholen.“<sup>47</sup> Namentlich der „Gelatine“-BGH aber auch große Teile der Literatur definieren den Eingriffstatbestand über ein qualitatives und ein quantitatives Merkmal. Diesen zufolge ist eine Maßnahme zustimmungspflichtig, wenn sie eine Mediatisierung des Aktionärseinflusses verursacht und ca. 75–80 % des Gesellschaftsvermögens betrifft. Nach überzeugender Ansicht erfasst die Doktrin auch den Beteiligungserwerb gegen Barmittel,<sup>48</sup> wobei ein Zustimmungserfordernis aufgrund des hohen quantitativen Schwellenwertes keine praktische Bedeutung erlangt. Zahlreiche der mit dieser Auslegung verbundenen Rechtsfragen sind aber nach wie vor ungeklärt.<sup>49</sup> Die Berücksichtigung empirischer Erkenntnisse könnte nun zu einer rationaleren Auslegung des Rechtsinstitutes beitragen. Einen Bezug auf die soziale Wirklichkeit stellt der BGH insbesondere im Zusammenhang mit dem Schwellenwert her, indem er seine restriktive Auffassung mit Verweis auf die Hauptversammlungspraxis begründet.<sup>50</sup>

---

45 BGHZ 159, 30 (43).

46 *N. Horn*, Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz bei Rekapitalisierung eines Kreditinstituts, in: H. Altmeppen/H. Fitz/H. Honsell (Hrsg.), *Festschrift für Günther H. Roth*, München 2011, S. 287 (297).

47 BGHZ 159, 30 (41); zuvor BGHZ 83, 122 I. Leitsatz.

48 Ebenfalls nur *H. Hofmeister*, Veräußerung und Erwerb von Beteiligungen bei der Aktiengesellschaft, NZG 2008, 47 (50 f.); *M. Staake*, Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen in börsennotierten und nicht börsennotierten Gesellschaften, Köln 2009, S. 76; *M. Habersack*, in: V. Emmerich/M. Habersack (Hrsg.), *Aktien- und GmbH-Konzernrecht*, Köln 2022, Vor § 311 Rn. 42.

49 Ausführlich *H. Fleischer/E. Heinrich*, § 10 – Holzmüller – BGHZ 83, 122, in: *H. Fleischer/J. Thiessen* (Hrsg.), *Gesellschaftsrechts-Geschichten*, Tübingen 2018, S. 345.

50 BGHZ 159, 30 (43 f.); kritisch insbesondere *H. Fleischer*, „Gegriffene Größen“ in der aktienrechtlichen Spruchpraxis, in: *A. Heldrich/J. Prölss/I. Koller* (Hrsg.), *Festschrift für Wilhelm Canaris*, Band II, München 2007, S. 71 (79 f.).

## II. Geschriebenes Zustimmungserfordernis

Auf rechtspolitischer Ebene ist die hiesige Empirierezeption Teil der sog. „Orientierungsforschung“, da es mit Blick auf ein potenzielles Zustimmungserfordernis der Hauptversammlung um die „Festlegung der sozialen Wirklichkeit als Regelungshintergrund eines Gesetzesentwurfs“<sup>51</sup> oder einer Änderung des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) geht. Der Aktiengesetzgeber und die DCGK-Kommission sind folglich die Hauptadressaten etwaiger rechtspolitischer Schlussfolgerungen. Mit *Engel* stellen sich drei konkrete Fragen: „[G]ibt es überhaupt ein regelungsbedürftiges Problem? Welche ist die beste Lösung? Werden sich eine normativ angemessene Problemdefinition und eine normativ befriedigende Lösung im politischen Prozess durchsetzen?“<sup>52</sup>

Auf die letzte Frage werde ich hier aus Platzgründen keine Antwort geben können. Vorab möchte ich lediglich darauf verweisen, dass sich der Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz des Bundestages erst im Zusammenhang mit der Verabschiedung des ARUG II mit der Frage nach einer zusätzlichen Hauptversammlungskompetenz bei M&A befasste, diese aber aufgrund der Komplexität eines solchen Unterfangens zurückstellte.<sup>53</sup> Es ist daher keineswegs ausgeschlossen, dass er sich dieser Thematik in naher Zukunft erneut annehmen wird.<sup>54</sup>

## D. Rechtsempirische Analyse zur Organadäquanz bei M&A

Der sog. Grundsatz der Organadäquanz ist heute das für die Kompetenzverteilung der Aktienrechtsorgane maßgebliche Prinzip.<sup>55</sup> Ursprünglich aus

- 
- 51 D. Stempel, Empirische Rechtsforschung, in: C. Broda/E. Deutsch/H.-L. Schreiber/H.-J. Vogel (Hrsg.), *Festschrift für Rudolf Wassermann*, Neuwied 1985, S. 223 (232).
- 52 Engel, Verhaltenswissenschaftliche Analyse: Gebrauchsanweisung für Juristen, in: Engel/Englert/Lüdemann/Döhmann, *Recht und Verhalten* (Fn. 13), S. 363 (383).
- 53 Rechtsausschuss des Bundestages, *Beschlussempfehlung und Bericht, ARUG II, BT-Drs. 19/15153, 52 f.* (dserver.bundestag.de/btd/19/151/1915153.pdf).
- 54 Anders aus US-amerikanischer Sicht *Hechler*, *Balanced Treatment* (Fn. 17), 319 (382): “Finally, perhaps the most persuasive argument against expanded voting rights protection is the prediction that its adoption is not likely.”
- 55 Nur J. Koch, Der Vorstand im Kompetenzgefüge der Aktiengesellschaft, in: H. Fleischer/J. Koch/B. Kropff/M. Lutter (Hrsg.), *50 Jahre Aktiengesetz*, Berlin/Boston 2016, S. 65 (71).

dem Staatsorganisationsrecht stammend, wird er vom BVerfG als das Prinzip definiert, „dass staatliche Entscheidungen möglichst richtig, d.h. von den Organen getroffen werden, die dafür nach ihrer Organisation, Zusammensetzung, Funktion und Verfahrensweise über die besten Voraussetzungen verfügen.“<sup>56</sup> Anhand dieser Maßgabe soll nun überprüft werden, „ob die Nichtbefragung der Aktionäre ökonomisch sinnvoll und damit auch [...] wünschenswert ist.“<sup>57</sup> Die Analyse folgt den eingangs vorgestellten konzeptionellen Arbeitsschritten (I. bis IV.).

## I. Asking: Zustimmungserfordernis organinadäquat?

### 1. *Die Verwaltungsorgane handeln im Rahmen ihrer Leitungsautonomie für M&A-Transaktionen grundsätzlich im wirtschaftlichen Interesse der Anteilseigner.*

Diese These gibt die wirtschaftspolitischen Grundentscheidungen wieder, die der Aktiengesetzgeber mit dem AktG von 1937 getroffen hat. Unter dem zuvor geltenden ADHGB 1884 hatte die Hauptversammlung noch jegliche Befugnisse, um über die Grundverfassung der Gesellschaft zu bestimmen und die Verwaltung zu kontrollieren.<sup>58</sup> Seit dem AktG 1937 ist die Hauptversammlung auf die enumerativ im Gesetz aufgezählten Kompetenzen beschränkt (vgl. § 103 Abs. 1 AktG 1937); die Leitung der Gesellschaft liegt uneingeschränkt in den Händen des Vorstandes (§ 70 Abs. 1 AktG 1937).<sup>59</sup> Trotz heftiger Diskussionen hielt der Gesetzgeber mit dem AktG von 1965 an der Kompetenzverteilung fest; diese habe sich „im großen und ganzen bewährt.“<sup>60</sup>

---

56 BVerfGE 68, 1 (86 f.).

57 M. Staake, Hauptversammlungskompetenzen beim Beteiligungserwerb, in: J. Stumpf-Wollersheim/A. Horsch (Hrsg.), Forum Mergers & Acquisitions 2019, Wiesbaden 2019, S. 65 (80), wobei er diesen Gesichtspunkt auf die rechtspolitische und nicht – wie hier – zusätzlich auf die rechtsdogmatische Ebene bezieht.

58 Vgl. zu den Kompetenzen im Einzelnen H. Fleischer, Kompetenzen der Hauptversammlung, in: W. Bayer/M. Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band II, Tübingen 2007, S. 430 (434) Rn. 7.

59 Fleischer, Kompetenzen der Hauptversammlung, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht (Fn. 58), S. 430 (435 f.) Rn. 8 ff.

60 B. Kropff, Aktiengesetz. Textausgabe des Aktiengesetzes vom 6.9.1965 und des Einführungsgesetzes zum Aktiengesetz vom 6.9.1965 mit Materialien, Berlin 2005, S. 95 (165).

Unterstützung erhielt der Gesetzgeber durch eine Reihe von wegweisenden Gerichtsentscheidungen, mit denen der BGH eine Einmischung der Hauptversammlung bei der Kapitalbeschaffung, Strukturänderungen oder dem Rückzug von der Börse verhinderte. Zu nennen ist hier das „Siemens/Nold“-Urteil,<sup>61</sup> die bereits erwähnten „Gelatine“-Entscheidungen<sup>62</sup> sowie das „Frosta“-Urteil.<sup>63</sup> Die Judikate teilen dieselbe „wirtschaftspolitische Grundausrichtung“.<sup>64</sup> Einer Ausweitung der Hauptversammlungskompetenzen wird auch heute noch mit dem Verweis auf die Gefahren für den Wirtschaftsstandort Deutschland vehement widersprochen.<sup>65</sup>

*2. Einem Zustimmungserfordernis der Hauptversammlung bei M&A-Transaktionen kommt kein Disziplinierungseffekt zu und es führt zu keinen verbesserten Entscheidungen der Geschäftsleiter.*

Teilweise wird behauptet, die Konsultation der Hauptversammlung bringe keinen nennenswerten ökonomischen Nutzen in Gestalt einer verbesserten Unternehmensentscheidung. Im Schrifttum ist zu lesen, die Hauptversammlung als große Präsenzveranstaltung sei „weitgehend funktionslos“.<sup>66</sup> Wilsing betont nachdrücklich: „Die Einbindung der Hauptversammlung in Geschäftsführungsaufgaben erfolgt stets in dem Glauben, dass sie zu verbesserten Entscheidungen der Unternehmen beitragen könnte. Dies ist allerdings ein Irrtum, insbesondere bei sehr komplexen unternehmerischen Vorhaben [...].“ Darüber hinaus sei „nicht davon auszugehen, dass die Vorstandsmitglieder zu noch größerer Gewissenhaftigkeit angehalten werden.“ Das strenge Haftungsregime des § 93 Abs. 1, 2 AktG verlange bereits eine

---

61 BGHZ 136, 133.

62 BGHZ 159, 30.

63 BGH ZIP 2013, 2254.

64 So *H. Fleischer*, Ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit im Aktienrecht, NJW 2004, 2335 (2339).

65 *H.-U. Wilsing*, Die Zuständigkeit der Hauptversammlung für Unternehmenszusammenschlüsse am Beispiel Linde/Praxair, in: *G. Spindler/H.-U. Wilsing/V. Butzke* (Hrsg.), Festschrift für Reinhard Marsch-Barner, München 2018, S. 595 (605); *D. Schmidbauer*, Kompetenzverteilung zwischen Vorstand und Hauptversammlung beim Merger of Equals, Baden-Baden 2021, S. 378; ähnlich schon *Staake*, Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen (Fn. 48), S. 174.

66 *G. Bachmann*, Abschaffung der Hauptversammlung?, in: *H. Altmeppen/H. Fitz/H. Honsell* (Hrsg.), Festschrift für Günther H. Roth, München 2011, S. 37 (50); im Ergebnis ähnlich *W. Richter*, Der Kapitalmarkt und sein Gesellschaftsrecht, ZHR 172 (2008), 419 (438).

besondere Gewissenhaftigkeit des Vorstandes, sodass der Gedanke „rein theoretisch“ sei.<sup>67</sup>

*3. Den Aktionären fehlt der notwendige Sachverstand, um im Rahmen eines Zustimmungserfordernisses über von der Verwaltung vorgeschlagene M&A-Transaktionen sachgerecht zu entscheiden.*

Hierbei handelt es sich um das wohl prominenteste gegen eine Ausweitung der Hauptversammlungskompetenzen ins Feld geführte Argument. Selbst der Aktiengesetzgeber von 1937 berief sich seinerzeit auf den fehlenden Sachverstand des Aktionärskollektivs.<sup>68</sup> So seien die anwesenden Aktionäre mit der Sachmaterie weit weniger vertraut als die Mitglieder der Unternehmensverwaltung. Dementsprechend können sie die Auswirkungen ihrer Entscheidung auf das Unternehmen weniger gut beurteilen. Außerdem ließen institutionelle Investoren ihre Vorstellungen in erster Linie außerhalb der Hauptversammlung in direkten Gesprächen mit dem Vorstand oder Aufsichtsrat einfließen.<sup>69</sup> Somit hätte eine öffentliche Debatte ohnehin keinen Einfluss auf das schon vorher feststehende und zugunsten der Verwaltung ausfallende Abstimmungsergebnis.<sup>70</sup>

*4. Einem Zustimmungserfordernis der Hauptversammlung für M&A-Transaktionen steht die fehlende Flexibilität und organisatorische Schwerfälligkeit des Organs entgegen.*

Im Vergleich zu Vorstand und Aufsichtsrat handelt es sich bei der Hauptversammlung um kein dynamisches Beschlussorgan. Für die Einberufung

---

67 *Wilsing*, Die Zuständigkeit der Hauptversammlung für Unternehmenszusammenschlüsse am Beispiel Linde/Praxair, in: Spindler/Wilsing/Butzke, FS Marsch-Barner (Fn 65), S. 595 (604); dem folgend *Schmidbauer*, Kompetenzverteilung (Fn. 65), S. 375; *M. Atanasova*, An der Grenze zwischen rechtlichem und möglichst gerechtem Dürfen: Benötigt der Vorstand bei der Vornahme großer Transaktionen die Zustimmung der Hauptversammlung?, M&A-Review 2020, 404 (410 f.).

68 *E. Geßler*, Vorstand und Aufsichtsrat im neuen Aktiengesetz, JW 1937, 497; *F. Klaußing*, Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktien-Gesetz), Berlin 1937, S. 56 (vor §§ 70–124).

69 *J. Vetter*, Mehr Demokratie wagen?, in: A. Bergmann/M. Hoffmann-Becking/U. Noack (Hrsg.), Festschrift für Ulrich Seibert, Köln 2019, S. 1021 (1033 f.).

70 *Bachmann*, Abschaffung der Hauptversammlung?, in: Altmeppen/Fitz/Honsell, FS Roth (Fn. 66), S. 37 (40); *Wilsing*, Die Zuständigkeit der Hauptversammlung für Unternehmenszusammenschlüsse am Beispiel Linde/Praxair, in: Spindler/Wilsing/Butzke, FS Marsch-Barner (Fn. 65), S. 595 (604).

werden üblicherweise sechs Wochen veranschlagt.<sup>71</sup> Daneben bedarf es im Vorfeld der (Präsenz-)Versammlung zahlreicher organisatorischer Maßnahmen (geeignete Räumlichkeiten, technische Einrichtung usw.). Die Organisation der Hauptversammlung sei außerdem mit nicht unerheblichen Kosten verbunden (ca. 2 bis 3,5 Mio. EUR).<sup>72</sup> Da die überwiegende Anzahl der Aktionäre ihre Mitgliedschaft als reine Kapitalanlage verstehen, stünde eine kostenintensive Einberufung der Hauptversammlung im Widerspruch zu ihren Interessen.<sup>73</sup>

Zuletzt drohe speziell in Deutschland ständig die Gefahr, dass neue Hauptversammlungsbeschlüsse für Anfechtungsklagen missbraucht werden. Die erhebliche Zeitdauer von Beschlussmängelverfahren führe zu gravierenden Nachteilen im heutigen Wirtschaftsleben. Selbst beim Freigabeverfahren, das bei eintragungspflichtigen Maßnahmen offensteht, sei eine Rechtsunsicherheit von mehr als einem halben Jahr nicht hinnehmbar.<sup>74</sup> Und auch wenn ein Zustimmungserfordernis für Unternehmensakquisition nicht zu den eintragungspflichtigen Maßnahmen zählt, sähe sich der Vorstand einer nicht akzeptablen Rechtsunsicherheit ausgesetzt.<sup>75</sup>

## II. Accessing: Datenbanken und Zitationshistorie

Im vorliegenden Beitrag werde ich aus Platzgründen nur einen Teil der von mir recherchierten Empirie darstellen.<sup>76</sup> Zur Recherche habe ich Datenbanken wie [google.scholar.com](http://google.scholar.com) und [ssrn.com](http://ssrn.com) sowie das Archiv von Elsevier über [sciencedirect.com](http://sciencedirect.com) verwendet und mit von der zu überprüfenden These abhängigen Stichworten durchsucht. Für aktuelle Veröffentlichungen war die Zitationshistorie („zitiert von“) früherer Artikel, die sich in [google.scholar](http://google.scholar) in bestimmte Zeitabschnitte untergliedern lässt, hilfreich. Aufschlussreich war auch der Bibliothekskatalog des Max-Planck-Instituts in Hamburg sowie für deutschsprachige Veröffentlichungen der Katalog

71 Vetter, Mehr Demokratie wagen?, in: Bergmann/Hoffmann-Becking/Noack, FS Seibert (Fn. 69), S. 1021 (1030); N. Ott, § 36 Hauptversammlungsbeschlüsse des Bieters bei einem öffentlichen Angebot zum Erwerb von Wertpapieren, in: Reichert (Hrsg.), *Arbeitshandbuch für die Hauptversammlung*, München 2021, Rn. 19.

72 D. Kubis, in: M. Habersack/W. Goette (Hrsg.), *MK-AktG*, München 2022, § 118 Rn. 26.

73 Schmidbauer, Kompetenzverteilung (Fn. 65), S. 377.

74 J. Vetter, Modifikation der aktienrechtlichen Anfechtungsklage, AG 2008, 177 (178).

75 Goj, Ungeschriebenes Hauptversammlungserfordernis (Fn. 36), S. 312 f. m.w.N.

76 Vgl. die gesamte Analyse bei Hollerung, *Corporate Acquisitions* (Autorenfußnote).

der Deutschen Nationalbibliothek; rechtstatsächliche Forschung ließ sich zudem über Beck-online und Juris finden.

Soweit mir Forscher mit mehreren Veröffentlichungen aufgefallen waren, habe ich ihre Lebensläufe nach weiteren Studien durchsucht und sie per E-Mail um Übersendung potenziell unveröffentlichter Ergebnisse gebeten. Teilweise hat es sich ausgezahlt, Forschern in den sozialen Medien zu folgen (insbesondere Twitter, LinkedIn und ResearchGate) sowie ihr Profil unter ecgi.gobal durchzusehen. Ergänzend habe ich Forschungsberichte recherchiert und hinsichtlich noch unentdeckter Primärstudien ausgewertet.

### III. Appraising: Zustimmungserfordernis (wohl) organadäquat

*Zu 1. Die Annahme, dass Geschäftsleiter bei Akquisitionen grundsätzlich im wirtschaftlichen Interesse der Aktionäre handeln, ist eher zweifelhaft.*

Die Erfolgswahrscheinlichkeit von M&A-Transaktionen wird seit Jahrzehnten untersucht. Im Lichte der Erkenntnisse sämtlicher Meta-Studien ist überaus fragwürdig, ob es sich bei M&A um eine erfolgsversprechende Strategie handelt. Eine teilweise genannte Misserfolgsquote von 70 bis 90 % mag überhöht sein;<sup>77</sup> tatsächlich werden aber die meisten Akquisitionen die an sie gestellten Erwartungen nicht erfüllen.<sup>78</sup> Dieser Befund gilt sowohl im Hinblick auf die Marktreaktionen (auf Seiten der Bietergesellschaft) als auch die vereinzelt angewandten Rentabilitätskennzahlen für die kombinierte Einheit. Für den deutschen Wirtschaftsraum existiert bis heute bedauerlicherweise keine vergleichbare Forschungsauswertung. Einige Forschungsberichte weisen allerdings darauf hin, dass „die Gefahr von ineffizienten und wertvernichtenden Zusammenschlüssen in Europa nicht geringer ist als in den USA oder dem Vereinigten Königreich.“<sup>79</sup>

---

77 Etwa C. Christensen/R. Alton/A. Waldeck, The New M&A Playbook, Harv. Bus. Rev. 2011, 48 (49).

78 Vgl. nur D. Datta/G. Pinches/V. Narayanan, Factors Influencing Wealth Creation from Mergers and Acquisitions, Strat. Mgmt. J. 13 (1992), 67 (75 ff.); D. King/D. Darlington/C. Daily/J. Covin, Meta-Analyses of Post-Acquisition Performance, Strat. Mgmt. J. 25 (2004), 187 (192 ff.); R. Meckl/F. Röhrle, Do M&A Deals Create or Destroy Value?, Eur. J. Bus. & Econ. 11 (2016), 9 (16 f.); D. King/G. Wang/M. Samimi/A. Cortes, A Meta-Analytic Integration of Acquisition Performance Prediction, J. Mgmt. Stud. 58 (2021), 1198 (1207 ff.).

79 G. Tichy, What Do We Know about Success and Failure of Mergers?, J. Ind. Comp. & Trade 4 (2001), 347 (383); S. Sudarsanam, Creating Value From Mergers and Ac-

Hinsichtlich der für die interne Corporate Governance relevanten Ursachen für Akquisitionsmisserfolge gelten verbreitet eigennützige Geschäftsleiterinteressen als maßgeblich. Und tatsächlich finden verschiedene Ausprägungen des *empire building* Unterstützung in der empirischen Literatur. So verwenden Manager Liquiditätsüberschüsse häufig eher für wertvernichtende Akquisitionen, anstelle sie an die Aktionäre auszuschütten.<sup>80</sup> Ein besonderer Akquisitionsanreiz ist außerdem die Vergütung. Zum einen verleiht eine umfangreiche erfolgsbasierte Vergütung zu besonders großen und riskanten Akquisitionen.<sup>81</sup> Zum anderen weisen Forschungsberichte darauf hin, dass CEOs auch bei Misserfolgen finanziell entlohnt werden.<sup>82</sup> Weniger eindeutig zu beantworten ist dagegen die Frage, ob Manager die Gefahr eines Jobverlusts durch eine mittels Akquisitionen herbeigeführte „Verankerung“ (*entrenchment*) im Unternehmen eigennützig zu verhindern versuchen. Entgegen früheren Erkenntnissen wird die negative Korrelation von Diversifikation und Unternehmenswert auf Endogenität zurückgeführt.<sup>83</sup> Erste Nachweise für einen Zusammenhang zwischen Reputationsbestrebungen der Manager und Akquisitionsmisserfolgen liegen ebenfalls vor.<sup>84</sup>

Die verhaltensökonomische Forschung untersucht indes den Einfluss von Wahrnehmungsverzerrungen auf den Transaktionsprozess.<sup>85</sup> Empirisch weitgehend abgesichert ist die Selbstüberschätzungsanomalie bei Ge-

---

quisitions, London 2010, S. 100 ff.; speziell für deutsche Unternehmen Görlitz, Erfolg (Fn. 28), S. 72 ff.

- 80 Insbesondere B. von Beschwitz, Cash windfalls and acquisitions, *J. Fin. Econ.* 128 (2018), 287 (294 ff.).
- 81 Instruktiv S. Sudarsanam/J. Huang, Executive compensation and managerial overconfidence, in: G. Gregoriou/L. Renneboog (Hrsg.), *International M&A Activity since 1990*, London 2007, S. 223, 234 f., 241 ff.
- 82 Nur M. Williams/T. Michael/E. Waller, Managerial incentives and acquisitions, *Manag. Fin.* 34 (2008), 328 (339): “It appears that acquiring managers can increase their pay by merging with other firms, and this is likely to happen in cases where shareholder returns are negative.”
- 83 Kritisch vor allem J. Campa/S. Keida, Explaining the Diversification Discount, *J. Fin.* 57 (2002), 1731; zuvor etwa A. Shleifer/R. Vishny, Management Entrenchment, *J. Fin. Econ.* 25 (1989), 123.
- 84 Siehe hierzu die einzigen Primärstudien C. Avery/J. Chevalier/S. Schäfer, Why Do Managers Undertake Acquisitions?, *J. L. Econ. & Org.* 14 (1998), 24 (29 ff.); R. Duchin/B. Schmidt, Riding the merger wave, *J. Fin. Econ.* 107 (2013), 69 (84).
- 85 Vgl. schon G. Beckhaus, Irrationale Entscheidungsprozesse bei Unternehmenstransaktionen, in: D. Birk/M. Bruse/I. Saenger (Hrsg.), *Forum Unternehmenskauf 2009*, Baden-Baden 2009, S. II.

schäftsleitern.<sup>86</sup> Für viele weitere Phänomene liegen ebenfalls überzeugende empirische Belege vor, etwa für Herdenverhalten,<sup>87</sup> Verfügbarkeitsheuristik,<sup>88</sup> Denken in Referenzpunkten<sup>89</sup> oder für den Bestätigungsfehler.<sup>90</sup> Das lange als gesichert geltende Phänomen vom „Fluch des Gewinners“ ist aufgrund von Messfehlern in den bisherigen Daten einer Neubewertung zu unterziehen.<sup>91</sup> Ein Laborexperiment zum „Irrtum der versunkenen Kosten“ ist kaum aussagekräftig.<sup>92</sup> Erkenntnisse zur Einsatzeskalation scheinen zwar plausibel,<sup>93</sup> stützen sich im M&A-Kontext aber bisher ausschließlich auf anekdotische Evidenz.

*Zu 2. Die Annahme, ein Zustimmungserfordernis der Hauptversammlung sei kein effektives Disziplinierungsinstrument und führe zu keinen verbesserten Akquisitionsentscheidungen, ist ebenfalls eher zweifelhaft.*

Die „prophylaktische Wirkung“ einer Aktionärszustimmung bei M&A gilt seit langem als überprüfenswert.<sup>94</sup> Namentlich die anglo-amerikanische Kapitalmarktforschung hat inzwischen relevante Erkenntnisse hervorgebracht. Untersuchungsgegenstand ist die 20 %-Regel der US-Börsen NYSE und NASDAQ, welcher zufolge eine Zustimmungspflicht bei intendierter Ausgabe von mindestens 20 % eigener Stammaktien zur anteiligen oder

86 Vgl. nur *F. Homberg/M. Osterloh*, Fusionen und Übernahmen im Lichte der Hybris, JfB 60 (2010), 269 (289).

87 Nur *M. Martynova/L. Renneboog*, A century of corporate takeovers, J. Bank & Fin. 32 (2008), 2148 (2173): „managerial hubris and herding behaviour increase during takeover waves, often leading to poor acquisitions.“

88 Etwa *G. Lodorfos/A. Boateng*, The role of culture in the merger and acquisition process, Mgmt. Dec. 44 (2006), 1405 (1413); dazu *M. Garbuio/D. Lovallo/J. Horn*, Overcoming Biases in M&A, Advances in Mergers & Acquisitions 9 (2010), 83 (93 f.).

89 Insbesondere *M. Baker/X. Pan/J. Wurgler*, The effect of reference point prices on mergers and acquisitions, J. Fin. Econ. 106 (2012), 49 (55 ff.).

90 Vgl. das aussagekräftige Experiment von *V. Bogan/D. Just*, What drives merger decision making behavior?, J. Econ. Behav. & Org. 72 (2009), 930 (934 ff.).

91 Zur widersprüchlichen Empirie nur *A. Boone/H. Mulherin*, Do auctions induce a winner’s curse?, J. Fin. Econ. 89 (2008), 1 (2).

92 Weniger überzeugend *P. Haunschild/A. Davis-Blake/M. Fichman*, Managerial Overcommitment in Corporate Acquisition Processes, Org. Sci. 5 (1994), 528; kritisch zu Recht *P. Puranam/B. Powell/H. Singh*, Due diligence failure as a signal detection problem, Strat. Org. 4 (2006), 319 (337).

93 Instruktiv *D. Malhotra/G. Ku/K. Murnighan*, When Winning Is Everything, Harv. Bus. Rev. 2008, 78.

94 *B. Black*, Bidder Overpayment in Takeovers, Stan. L. Rev. 41 (1989), 597 (652): „Shareholder approval may have a prophylactic effect“.

vollständigen Finanzierung vorgeschrieben ist.<sup>95</sup> In den Studien zum britischen Zustimmungsregime werden die sog. Klassentests evaluiert. Jeder Test basiert auf einer Kennzahl, welche die Größe des Zielunternehmens im Vergleich zum Erwerber ermittelt. Beträgt das Wertverhältnis über 25 %, handelt es sich um eine zustimmungspflichtige „Klasse-1-Transaktion“ (andernfalls um eine zustimmungsfreie „Klasse-2-Transaktion“).<sup>96</sup>

Die Würdigung der US-Studien zeigt, dass ihnen eine ganz unterschiedliche Aussagekraft zukommt. Sämtliche frühere Arbeitspapiere waren noch von Messfehlern durchzogen und aufgrund von Endogenität kaum intern valide.<sup>97</sup> Deutlich aussagekräftiger ist dagegen eine US-Studie aus 2018 (n=5.223). Dieser zufolge gehen zustimmungspflichtige Transaktionen mit mindestens 3 % höherer abnormaler Ankündigungsrendite (in der Stichprobe etwa 96 Mio. USD) einher. Außerdem zahlen Manager bei Umgehung der Hauptversammlung eine mindestens 12 % höhere Übernahmeprämie. In gesteigerter Form zeigt sich der Effekt bei einem hohen Anteilsbesitz institutioneller Investoren.<sup>98</sup> Durch eine Schwellenwertanalyse gelang es den Forscherinnen *eindeutige* Aussagen zum Ursachenzusammenhang zwischen Zustimmungserfordernis und Transaktionserfolg zu treffen. Das Experiment ergab, dass ein Zustimmungserfordernis abhängig von der beobachteten Bandbreite zu einem Anstieg von 4,3 % bis 6,9 % abnormaler Rendite führt.<sup>99</sup>

Die Erkenntnisse werden durch eine Studie zu den britischen Klassen-tests komplementiert. So erzielten die ausgewerteten zustimmungspflichtigen „Klasse-1-Transaktionen“ (n=332) einen Gewinn von insgesamt 13,63 Mrd. USD; die zustimmungsfreien „Klasse-2-Transaktionen“ (n=777) ver-

---

95 Etwa NYSE Listed Company Manual, Sec. 312.03 (c) ([nyse.wolterskluwer.cloud/listed-company-manual](http://nyse.wolterskluwer.cloud/listed-company-manual)).

96 FCA, Handbook, Listing Rule 10 ([www.handbook.fca.org.uk](http://www.handbook.fca.org.uk)).

97 Vgl. die widersprüchlichen Erkenntnisse bei *J. Hsieh/Q. Wang*, Shareholder Voting Rights in Mergers and Acquisitions, Working Paper 2008 (unveröffentlicht); *E. Kamar*, Does Shareholder Voting on Acquisitions Matter?, Working Paper 2011; Kaum hilfreich *L. Hamermesh*, Premiums in Stock-For-Stock Mergers and Some Consequences in the Law of Director Fiduciary Duties, U. Pa. L. Rev. 152 (2003), 881 (913 f.). Daneben scheint *F. Fu/W. Guay/W. Zhang*, Costly Corporate Governance, Working Paper 2017 (unveröffentlicht) durchaus aussagekräftig, allerdings stützen sie sich auf fehleranfällige SDC-Daten. Die Studie von *Mason/Rodrigues/Stegemoller/Utke*, Shareholder Voting (Fn. 10), 158 betrachtet zu alte Transaktionsdaten.

98 *K. Li/T. Liu/J. Wu*, Vote Avoidance and Shareholder Voting in Mergers and Acquisitions, Rev. Fin. Stud. 31 (2018), 3175 (3190 f.).

99 *Li/Liu/Wu*, Vote Avoidance (Fn. 98), 3175 (3198).

ursachten einen Verlust von 2,96 Mrd. USD.<sup>100</sup> Bei Betrachtung von Transaktionen rund um den 25 %-Wert ist die Differenz zwischen zustimmungspflichtigen und -freien Transaktionen noch augenscheinlicher;<sup>101</sup> außerdem zahlen die Geschäftsleiter bei einer Hauptversammlungsbeteiligung eine wesentlich geringere Übernahmeprämie.<sup>102</sup> Anschließend bildeten die Forscher eine Metrik aus allen vier Klassentests und stellten fest, dass die Rentiten mit überschreiten des Schwellenwerts und Gleichbleiben aller übrigen Umstände sprunghaft ansteigen. Es handele sich um den Beweis für die Hypothese, dass „Stimmrechte höhere Erwerberrenditen verursachen und nicht umgekehrt.“<sup>103</sup>

Zuletzt könnte eine Zustimmungspflicht dazu führen, dass die Verwaltung wenig aussichtsreiche Transaktionen aus Furcht vor einer negativen Aktionärsreaktion vorzeitig zurückzieht.<sup>104</sup> Jedenfalls mit Blick auf aktivistische Hedgefonds gilt als gesichert, dass sie Transaktionsabbrüche forcieren, indem sie mit einer negativen Stimmabgabe auf der Hauptversammlung drohen. Tatsächlich findet diese Governance-Strategie Unterstützung in ersten empirischen Daten,<sup>105</sup> sodass sich an dem gerne bemühten Argument zweifeln lässt, ein Disziplinierungseffekt sei angesichts der generellen Zustimmung für Akquisitionsvorschläge der Verwaltung nicht erkennbar. Stattdessen deuten die Erkenntnisse darauf hin, dass „[ein Zustimmungserfordernis] die Unternehmensleitung entmutigt, wertvernichtende Maßnahmen überhaupt zur Abstimmung zu bringen.“<sup>106</sup>

---

100 *M. Becht/A. Polo/S. Rossi*, Does Mandatory Shareholder Voting Prevent Bad Acquisitions?, *Rev. Fin. Stud.* 29 (2016), 3035 (3050 f.).

101 *Becht/Polo/Rossi*, Mandatory Shareholder Voting (Fn. 100), 3035 (3055).

102 *Becht/Polo/Rossi*, Mandatory Shareholder Voting (Fn. 100), 3035 (3061).

103 *Becht/Polo/Rossi*, Mandatory Shareholder Voting (Fn. 100), 3035, (3063): “voting causes higher acquirer returns and not the reverse.”

104 *R. Thomas/P. Tricker*, Shareholder Voting in Proxy Contests for Corporate Control, Uncontested Director Elections and Management Proposals, *Oklahoma L. Rev.* 70 (2017), 9 (95): “The threat of shareholder rejection may prevent acquirer management from pursuing a bad merger long before a shareholder vote occurs.”

105 Vgl. *W. Jiang/T. Li/D. Mei*, Activist arbitrage in M&A acquirers, *Fin. Res. Letter* 29 (2019), 156 (157); zuvor schon *W. Bratton*, Whither hostility?, in: *G. Gregoriou/L. Renneboog* (Hrsg.), *Corporate Governance and Regulatory Impact in Mergers and Acquisitions*, London 2007, S. 103 (123 f.).

106 *L. Bebchuk*, The Case For Increasing Shareholder Power, *Harv. L. Rev.* 118 (2005), 833, (878).

*Zu 3. Die Annahme, den Aktionären fehle der notwendige Sachverstand, um über Akquisitionen sachgerecht abzustimmen, trifft eher nicht zu.*

Rückschlüsse auf den Sachverstand der Hauptversammlung lassen sich aus dem Stimmverhalten der Aktionäre bei M&A-Transaktionen ziehen. Auf den ersten Blick sind die empirischen Erkenntnisse erstaunlich konsistent und deuten darauf hin, dass „Aktionäre zwar nicht jede schlechte Akquisition verhindern, doch der Entscheidungsprozess der Aktionäre mit dem Ziel der Unternehmenswertmaximierung im Einklang steht“<sup>107</sup> So berücksichtigen sie bei ihrer Stimmabgabe die Kursreaktion nach Transaktionsankündigung;<sup>108</sup> darüber hinaus scheinen sie Firmen-, Transaktions- und Corporate Governance-Eigenschaften zu identifizieren, die sich ohne Umschweife mit *empire building* oder Selbstüberschätzung in Verbindung bringen lassen.<sup>109</sup> Allerdings treffen die Studien keine eindeutigen Aussagen und gebieten daher eine zurückhaltende Interpretation. Zudem fällt das Ausmaß, in dem sich das abweichende Stimmverhalten im Abstimmungsergebnis niederschlagen soll, zumeist sehr gering aus. Andererseits scheinen Aktionäre zudem in der Lage zu sein, externe Informationen wie *fairness opinions* von M&A-Beratern im Hinblick auf vermeintliche Interessenkonflikte<sup>110</sup> und Abstimmungsempfehlungen von Stimmrechtsberatern<sup>111</sup> würdigen zu können.

Unterteilt man die Erkenntnisse nach Anlegergruppen, tritt der Sachverstand der führenden Anteilseigner stärker zutage. So identifizieren institutionelle Investoren offenbar fragwürdige Transaktionen und messen ihrem

---

107 Thomas/Tricker, Shareholder Voting (Fn. 104), 9 (97): “Although shareholder voting may not prevent every bad acquisition, shareholders’ decision-making process appears consistent with the goal of maximizing company value.”

108 Etwa Y. Tokbolat/S. Thompson/H. Le, Shareholder voting in mergers and acquisitions, Eur. J. Fin. 25 (2019), 815 (822 f.).

109 Resümierend L. Henning, Shareholder Voting and merger returns, Fin. Mark. Portf. Manag. 20 (2015), 337 (361): “To some extent, my evidence suggests that shareholders are able to distinguish between “good” and “bad” mergers in the long term”; ferner Y. Tokbolat/H. Le/S. Thompson, Corporate diversification, refocusing and shareholder voting, Int. Rev. Fin. Anal. 78 (2021), 101924; Tokbolat/Thompson/Le, Shareholder voting (Fn. 108), 815 (823); T. Burch/A. Morgan/J. Wolf, Is Acquiring-Firm Shareholder Approval in Stock-for-Stock Mergers Perfunctory?, Fin. Mgmt. 33 (2004), 45 (53 ff.).

110 W. Ouyang, The effect of M&A advisor’s opinions on acquirer shareholder voting, Q. Rev. Econ. & Fin. 57 (2015), 175 (181 ff.).

111 P. Calluzzo/E. Dudley, Who Coordinates Shareholder Votes?, Working Paper 2015, 22 f.

Stimmrecht Wert bei, um Managerentscheidungen zu beeinflussen.<sup>112</sup> Teilweise erwerben sie sogar neue Aktien vor dem Stichtag, um ihren Präferenzen mehr Ausdruck zu verleihen.<sup>113</sup> Soweit sie mit dem Vorstand hinter den Kulissen interagieren, nehmen sie mit einem Zustimmungserfordernis eine deutlich bessere Verhandlungsposition ein<sup>114</sup> und können auch effektiver informell Druck aufbauen.<sup>115</sup>

Hedgefonds werden zumeist bei besonders riskanten und wertvernichtenden Transaktionen aktiv, wobei infolge der Intervention die Zustimmungsrate der Aktionäre deutlich sinkt und sogar eine negative Stimmrechtsberaterempfehlung wahrscheinlicher wird. Es bedarf also häufig eines „Aktivisten, der die Opposition anführt“.<sup>116</sup> Darüber hinaus ist eine Hedgefonds-Beteiligung auf Bieterseite nach bisherigen Erkenntnissen mit einer deutlich verbesserten Akquisitionspolitik verbunden, was dem Vorwurf der kurzfristigen Gewinnerzielungsabsicht (*short termism*) widerspricht.<sup>117</sup>

Privataktionäre – namentlich Millennials und aus der sog. GenZ – äußern ihre Kritik zwar eher über soziale Medien wie Twitter, scheinen aber in der Lage sowohl die Durchführungswahrscheinlichkeit umstrittener Transaktionen<sup>118</sup> als auch das Beschlussergebnis im Falle eines Zustimmungserfordernisses negativ zu beeinflussen.<sup>119</sup>

---

112 Etwa *J. McCahery/Z. Sautner/L. Starks*, Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors, *J. Fin.* 71 (2016), 2905 (2913, 2924).

113 *J. Bethel/G. Hu/Q. Wang*, The market for shareholder voting rights around mergers and acquisitions, *J. Corp. Fin.* 15 (2009), 129 (139 ff.); ferner *V. Fos/C. Holderness*, The Distribution of Voting Rights to Shareholders, *J. Fin. & Quant. Anal.* 2022, 1 (4).

114 *Thomas/Tricker*, Shareholder Voting (Fn. 104), 9 (88): “Voting against a deal and persuading other investors to do the same provides leverage to the activists to negotiate better terms.”

115 *P. Iliev/K. Lins/D. Miller/L. Roth*, Shareholder Voting and Corporate Governance Around the World, *Rev. Fin. Stud.* 28 (2015), 2167: “Without the credible threat of dissent voting, other mechanisms used by shareholders to engage in activism [...] would be less consequential.”

116 *Jiang/Li/Mei*, Activist arbitrage (Fn. 105), 156 (157, 159).

117 *N. Gantchev/M. Sevilir/A. Shivdasani*, Activism and empire building, *J. Fin. Econ.* 138 (2020), 526 (529 ff.); *S-Y. Wu/K. Chung*, Hedge Fund Activism and Corporate M&A Decisions, *Mgmt. Sci.* 2021, 1 (5 ff.); auch *W. Bessler/M. Vendrasco*, Corporate control and shareholder activism in Germany, *Int. Rev. Fin. Anal.* 83 (2022), 102254, 1 (27).

118 *C. Schiller*, Are Managers listening to Twitter? Evidence from Mergers & Acquisitions, *ECGI Working Paper* 2021, 3 f.

119 *J. Ang/C. Hsu/D. Tang/C. Wu*, The Role of Social Media in Corporate Governance, *Acc. Rev.* 96 (2021), 1 (21 f.).

*Zu 4. Die Annahme, einer Hauptversammlungsbeteiligung stehe die fehlende Flexibilität und organisatorische Schwerfälligkeit des Organs entgegen, ist sehr zweifelhaft.*

Defizite der Hauptversammlungspraxis wurden durch Reformen der letzten Jahre sichtlich entschärft. So ist zwar eine Verzögerung des Transaktionsprozesses durch das Einberufungsverfahren nicht auszuschließen. Diese dürfte aber selten derart unverhältnismäßig ausfallen, dass sie wertsteigende Transaktionen verhindert. Einerseits zeigen Daten zu den britischen „Klasse-1-Transaktionen“, dass eine Abstimmung schon ein Monat nach der Ankündigung im Bereich des Möglichen liegt;<sup>120</sup> andererseits fällt die Verzögerung kaum ins Gewicht, wenn der Abschluss ohnehin durch umfangreiche Kartellfreigaben verzögert wird.<sup>121</sup>

Die Gefahr von erpresserischen Anfechtungsklagen ist bei eintragungspflichtigen Beschlüssen durch die Beschleunigung des Freigabeverfahrens sichtlich reduziert.<sup>122</sup> Das Risiko von Klagen gegen nicht-eintragungspflichtige *verbindliche* Beschlüsse besteht grundsätzlich fort, verringert sich aber angesichts des sehr gut dokumentierten Rückgangs der Berufsklägerschaft.<sup>123</sup> Bei Konsultativbeschlüssen kann von einer durch Anfechtungsklagen verursachten Verzögerung schon von vornherein keine Rede sein.

Die Behauptung, eine Hauptversammlung verursache zu hohe Kosten, ist im Lichte der erheblichen Gesamtkosten der Transaktion,<sup>124</sup> einer nunmehr möglichen kostengünstigeren virtuellen Versammlung<sup>125</sup> und der oben genannten auf die Zustimmung zurückgehenden erheblichen Zugewinne nicht haltbar.

---

120 Vgl. *Becht/Polo/Rossi*, Mandatory Shareholder Voting (Fn. 100), 3035 (3048) (Table 1.); *Tokbolat/Thompson/Le*, Shareholder voting (Fn. 108), 815 (822).

121 *M. Gatti*, Reconsidering the Merger Process, Hastings L. J. 69 (2019), 835 (869): "the completion of a deal can be delayed by several factors other than the vote itself. Such factors can range from structural complexities to antitrust or other regulatory issues."

122 *W. Bayer/T. Hoffmann*, Freigabeverfahren nunmehr echtes Eilverfahren, AG 2012, R59.

123 S. *Feige*, Beschlussanfechtung im deutschen, englischen und US-amerikanischen Aktienrecht, Baden-Baden 2019, S. 105 ff.; *W. Bayer/T. Hoffmann*, Beschlussmängelklagen-Monitor 2021/2022, AG 2023, R141 m.w.N.

124 *Gatti*, Merger Process (Fn. 121), 835 (882): "the costs of a shareholder meeting alone are overshadowed by other deal expenses."

125 S. *Wunderlich*, Die Digitalisierung der Hauptversammlung, Baden-Baden 2022, S. 233.

#### IV. Applying: Ausweitung der geschriebenen Kompetenzen

Nun kann Rechtssetzung nicht auf wissenschaftliche Gewissheit warten, sondern muss versuchen, aus dem vorhandenen Wissen – auch wenn es unvollständig ist – die besten verfügbaren Schlüsse zu ziehen.<sup>126</sup> In diesem Sinne legen die empirischen Erkenntnisse nahe, dass ein Zustimmungserfordernis der Hauptversammlung bei M&A durch börsennotierte Aktiengesellschaften dem *heutigen* Wirtschaftsleben eher entspricht.

Eine Ausweitung der ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen auf weitere Strukturentscheidungen erscheint allerdings aufgrund der Rechtsunsicherheit, welche man gerade mit dem „Gelatine“-Urteil zu verhindern versucht hatte, als zu großes Risiko. Richtigerweise gilt die Einräumung von akquisitionsfreudigen Managern über zusätzliche Mitspracherechte der Aktionäre grundsätzlich als Frage der Gesetzgebung und nicht der Rechtsprechung.<sup>127</sup> Wenig überzeugend scheint jedenfalls die Begründung des Schwellenwertes, sodass dem BGH anzuraten ist, ihn auf etwa 25 % herabzusetzen sowie konsequenterweise den Mediatisierungseffekt beim Beteiligungserwerb gegen Barmittel anzuerkennen.

Auf Ebene des *soft law* dürfte die Aufnahme einer Kodex-Empfehlung wenig erfolgsversprechend sein, da Manager hiervon mit Verweis auf den Organisationsaufwand leicht abweichen können (vgl. § 161 Abs. 1 AktG).<sup>128</sup> Vielmehr ist eine gesetzliche Regelung nach dem Vorbild ausländischer Rechtsordnungen zu empfehlen, deren Zustimmungspflichten sich als praktikabel erwiesen haben. Namentlich den britischen Klassentests wird auf breiter Basis eine Vorbildfunktion zugeschrieben.<sup>129</sup> Auch der bekannte

---

126 *D. Langevoort*, The Behavioral Economics of Mergers and Acquisitions, *Tenn. J. Bus. L.* 12 (2011), 65 (74): “Law-making [...] cannot wait for scientific certainty, and must try to draw the best available behavioral inferences from whatever knowledge is at hand, even when it is incomplete.”

127 *Langevoort*, Behavioral Economics (Fn. 126), 65 (76): “voting rights are a legislative rather than judicial issue.”

128 Zu Recht *G. Bachmann*, Die Übernahme-Hauptversammlung, in: *B. Paal/D. Poelzig/O. Fehrenbacher (Hrsg.)*, Festschrift für Werner F. Ebke, München 2021, S. 61 (70) („keine große Mühe“).

129 Etwa *Goj*, Ungeschriebenes Hauptversammlungserfordernis (Fn. 36), S. 354 f. mit Fn. 11; *M. Becht/A. Polo/S. Rossi*, Should Shareholders Have a Say on Acquisitions?, *J. Appl. Corp. Fin.* 33 (2021), 48 (55 f.); *A. Afsharipour*, Reevaluating Shareholder Voting Rights in M&A Transactions, *Okla. L. Rev.* 70 (2017), 127 (155 f.).

Vorschlag von *Stephan/Strenger* nimmt an den britischen Regeln Maß.<sup>130</sup> Er trägt der dualistischen Leitungsverfassung Rechnung und erfasst die bisher von der „Holzmüller/Gelatine“-Doktrin erfassten Transaktionstechniken. Der Ausschluss des Anfechtungsrechts sollte allerdings nur in letzter Konsequenz erwogen werden.

Unabhängig davon ist an die Vorstände zu appellieren, von ihrem Vorlagerecht gem. § 119 Abs. 2 AktG schon jetzt Gebrauch zu machen.

#### *E. Fazit*

Nach alldem war die Einholung eines Beschlusses der *Bayer*-Hauptversammlung zwar nicht notwendig, wäre aus Unternehmenssicht aber die bessere Entscheidung gewesen. Ob die Aktionäre die Transaktion verhindert hätten, ist nicht mit Sicherheit zu beantworten. Die rechtsempirische Analyse hat indes gezeigt, dass die Argumente der Hauptversammlungskritiker nicht über jeden Zweifel erhaben sind. Es bedarf dringend einer Neuausrichtung des Diskurses um eine Hauptversammlungskompetenz bei M&A-Transaktionen, welche Erkenntnisse der quantitativen M&A-Forschung stärker berücksichtigt. Mit der hiesigen Analyse ist der erste Aufschlag getan.

---

130 *M. Stephan/C. Strenger*, Die Zuständigkeit der Hauptversammlung bei Strukturveränderungen, AG 2017, 346.