Gesamtes Recht der Unternehmen und Finanzen 9

Andreas Roth

Related Party Transactions mit kontrollierenden Aktionären

Eine rechtsvergleichende Analyse unter Einbeziehung rechtsökonomischer Aspekte

Nomos

Gesamtes Recht der Unternehmen und Finanzen

Herausgegeben von

Prof. Dr. Roland Broemel
Prof. Dr. Georg Hermes
Prof. Dr. Matthias Jahn
Prof. Dr. Katja Langenbucher

Begründet von Prof. Dr. Brigitte Haar

Band 1–4 erschienen in
„Recht der Unternehmen und Finanzen“

Band 9

Andreas Roth

Related Party Transactions mit kontrollierenden Aktionären

Eine rechtsvergleichende Analyse unter Einbeziehung rechtsökonomischer Aspekte

Nomos

Onlineversion
Nomos eLibrary

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de abrufbar.

Zugl.: Frankfurt am Main, Universität, Diss., 2021

ISBN 978-3-8487-7278-0 (Print)
ISBN 978-3-7489-1286-6 (ePDF)

1. Auflage 2021
© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2021. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2020/2021 dem Fachbereich Rechtswissenschaft der Goethe-Universität Frankfurt am Main als Dissertation vorgelegt. Im Zuge der Veröffentlichung wurde das Manuskript aktualisiert und Literatur und Rechtsprechung bis einschließlich Juni 2021 berücksichtigt.

Mein ganz herzlicher Dank gilt meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. Tobias Tröger, LL.M. (Harvard), der mir die Anregung für dieses Thema gab und die Erstellung meiner Arbeit in vielfältiger Weise unterstützt und mit wertvollen Hinweisen entscheidend gefördert hat. Zudem danke ich ihm für die schönen und lehrreichen Jahre, die ich als Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl verbringen durfte.

Herrn Professor Dr. Moritz Bälz, LL.M. (Harvard) danke ich sehr für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Den Herausgebern der Schriftenreihe „Gesamtes Recht der Unternehmen und Finanzen“ danke ich für die freundliche Aufnahme dieser Arbeit.

Ein herzlicher Dank gilt ebenso meinen Kolleginnen und Kollegen am Lehrstuhl sowie am Forschungsinstitut SAFE, die nicht nur mit hilfreichen Anregungen und konstruktiver Kritik diese Arbeit gefördert, sondern meine Promotionszeit auch in persönlicher Hinsicht sehr bereichert haben. Stellvertretend seien Herr Dr. Thomas Kelm und Frau Lara Letizia Milione genannt, denen ich zudem für ihre unentwegte Diskussionsbereitschaft zu großem Dank verpflichtet bin.

Mein größter Dank gebührt schließlich meiner Familie und dabei insbesondere meinen Eltern. Durch ihre stets uneingeschränkte Förderung und liebevolle Unterstützung haben sie die Entstehung dieser Arbeit erst ermöglicht. Ihnen ist sie gewidmet.

Frankfurt am Main, Oktober 2021 Andreas Roth

Geleitwort

Related party transactions sind ein zentrales Thema in der internationalen Debatte um gute Corporate Governance,[1] das nicht nur internationale Organisationen (OECD, Weltbank), sondern v.a. auch global agierende, institutionelle Investoren maßgeblich umtreibt. In Volkswirtschaften mit konzentrierten Anteilseignerstrukturen stellt die Ausbeutung von Minderheitsaktionären, die mit Blick auf einen berühmten tschechischen Fall auch als *tunneling* bekannt ist,[2] eine Hauptsorge dieser Kapitalanleger dar, soweit die Qualität der Corporate Governance die Kapitalallokation treibt. Tunneling kann das Ergebnis unterschiedlicher Techniken des Konsums privater Kontrollrenten (*private benefits of control*) sein. Ein verbreiteter Weg, sich Sondervorteile aus dem Verbandsvermögen zu verschaffen, stellen für Blockaktionäre aber Transaktionen mit der Gesellschaft dar, die zu Konditionen abgeschlossen werden, die die Gesellschaft benachteiligen. Transaktionen mit dem Blockaktionär können jedoch auch nutzensteigernd sein und einer positiven unternehmerischen Vision[3] folgen. Der Gesetzgeber hat daher das Für- und Wider einer Intervention zu wägen und idealerweise eine Regelung zu finden, die schädliche Transaktionen weitestgehend ausschließt, nutzenstiftende aber möglichst reibungslos zulässt. Jegliche Schutzmechanismen erhöhen gleichwohl die Kosten der unternehmerischen Tätigkeit, weshalb sie nur solange sinnvoll sind, wie der zusätzliche Aufwand der Rechtsbefolgung durch den gesamtgesellschaftlichen Nutzen eines verbesserten Investorenschutzes kompensiert wird.[4] Zu den Kosten zählen dabei auch die von einem zu rigiden Regime zu Unrecht verhinderten *related party transactions* (falsche positive Ergebnisse), die nicht durch privates Rentenstreben motiviert waren, sondern zur Erzielung originärer Wohlfahrtsgewinne durchgeführt werden sollten. Eine juristische Dissertation, die auf überpositiver (funktionaler) und rechtsvergleichender Grundlage spezifische Vorschläge gerade im Kontext der

1 Den Stand der Wissenschaft in verschiedenen Disziplinen reflektierende Beiträge finden sich z.B. in Enriques/Tröger (Hrsg.), The Law and Finance of Related Party Transactions, 2019.
2 Begriffsprägend Johnson/La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer, 90 AER 22 (2000)).
3 Hierzu grundlegend Goshen/Hamdani, 125 Yale LJ 560 (2016).
4 Zum Ganzen auch Tröger, FS Hopt, 2020, S. 1289.

deutschen Rechtsordnung entwickelt, kann einen zentralen Beitrag zur Bewertung und Fortentwicklung der durch das ARUG II in Umsetzung der europäischen Vorgaben geschaffenen Regelungen leisten, der – trotz der vielen Untersuchungen in der Literatur – noch über den gegenwärtigen Wissensstand hinausgeht.

Andreas Roth gelingt ein aus den skizzierten Gründen lesenswerter Beitrag zur Debatte. Dabei schafft der Autor nicht nur eine solide und stringente Synthese der ausufernden Debattenstränge entlang eines klaren, interdisziplinär entwickelten normativen Konzepts. Vielmehr bieten seine Überlegungen an vielen Stellen weiterführende Analysen, an denen auch zukünftige Untersuchungen nicht vorbeigehen können. Dabei sind gerade die konsequent entlang der von Andreas Roth entwickelten normativen Linien geführten Ausführungen zur *lex lata* besonders ertragreich, da sie nicht nur eine teleologisch gut abgesicherte Bewertung des mit den §§ 111a ff. AktG i.d.F. des ARUG II[5] in die nationale Rechtsordnung eingeführten Richtlinienregimes bieten,[6] sondern auch die Grundlegung für eine an den gesetzesimmanenten Wertungen orientierte Klärung von Auslegungsfragen darstellen.

Prof. Dr. Tobias Tröger, LL.M. (Harvard)

---

5 Art. 1 Nr. 6 Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) v. 12.12.2019, BGBl. I, S. 2637.

6 Art. 9c Aktionärsrechte-RL i.d.F. Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABl. (L 132) 1.

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis 19

§ 1: Einführung in das Thema 29

I. Gegenstand und Anlass der Untersuchung 29

II. Gang der Untersuchung 31

III. Methodik der Untersuchung 32

1. Vornahme eines funktionalen Rechtsvergleichs 32
2. Rechtsökonomische Bewertung 33

§ 2: Grundlagen 37

I. Private Kontrollvorteile 37

II. Related Party Transactions 39

1. Rechtsökonomische Einordnung der Missbrauchsgefahr 40
   a) Prinzipal-Agent-Konflikt 40
   b) Tunneling 44
   c) Akzeptierte Kontrollvorteile zu Gunsten des Kontrollaktionärs 46
   d) Einfluss auf die ökonomische Gesamtwohlfahrt 47
2. Bedürfnis zur Regulierung von Related Party Transactions 49

III. Begrenzung des Untersuchungsgegenstands 52

§ 3: Rechtsvergleichende Analyse bestehender Regelungsinstrumente zur Verhinderung der Entnahme privater Kontrollvorteile durch Related Party Transactions 54

I. Das britische Recht als Vergleichsrechtsordnung 55

II. Funktionale Einordung der in die Analyse einbezogenen Regelungsinstrumente 55

III. Anreizstruktur der begleitenden Durchsetzungsmechanismen 56
1. Einordnung der Durchsetzungsmechanismen anhand des Rechtsträgers 57
a) Öffentlich-rechtliche Durchsetzungsmechanismen 58
b) Private Durchsetzungsmechanismen 59
c) Teilprivatisierte Durchsetzungsmechanismen 63
2. Kombination der Durchsetzungsmechanismen 63
IV. Rechtsvergleichende Analyse und Bewertung 64
1. Publizitätspflichten 65
a) Regelungsziel von Publizitätspflichten 66
b) Supranationale Publizitätspflichten 70
aa) Pflicht zu Angaben in Bilanzdokumenten 71
(1) Inhaltliche Anforderungen 73
(a) Related Party i.S.v. IAS 24.9 73
(b) Geschäftsvorfall i.S.v. IAS 24.9 75
(2) flankierende Disziplinierungsmechanismen auf nationaler Ebene 76
(a) Einrichtung eines Prüfungsausschusses 76
(b) Prüfung durch einen Abschlussprüfer 78
(c) Prüfung durch den Aufsichtsrat 79
(d) Überwachung durch Bilanzkontrolle 81
(e) Nationale Durchsetzungsmechanismen 82
(3) Zwischenbewertung 83
bb) Pflicht zu Angaben in periodischer Finanzberichterstattung 89
(1) Publizitätspflichten 90
(2) Nationale Durchsetzungsmechanismen 92
(a) Öffentlich-rechtliche Durchsetzungsmechanismen 92
(b) Privatrechtliche Durchsetzungsmechanismen 93
(3) Zwischenbewertung 94
cc) Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen 96
(1) Publizitätspflicht 97
(2) Nationale Durchsetzungsmechanismen 100
(a) Öffentlich-rechtliche Durchsetzungsmechanismen 100

(b) Privatrechtliche Durchsetzungsmechanismen 101
(c) Marktinduzierte Normdurchsetzung 102
(3) Zwischenbewertung 103
dd) Pflicht zu Angaben in Wertpapierprospekten 106
(1) Publizitätspflicht 106
(2) Nationale Durchsetzungsmechanismen 109
(a) Öffentlich-rechtliche Durchsetzungsmechanismen 109
(b) Privatrechtliche Durchsetzungsmechanismen 110
(3) Zwischenbewertung 113
c) Publizitätspflichten im deutschen Recht 115
aa) Auskunftsrecht der Aktionäre, § 131 Abs. 1 AktG 115
bb) Berichtspflichten des Vorstandes gegenüber dem Aufsichtsrat bzw. Aufsichtsratsvorsitzenden, § 90 Abs. 1 S. 1 Nr. 4, S. 3 AktG 118
cc) Pflicht zur Offenlegung von Interessenkonflikten der Vorstandsmitglieder, E.2 DCGK 120
d) Publizitätspflichten im britischen Recht 122
aa) Pflicht zur Offenlegung von Interessenkonflikten, sec. 177 Companies Act 2006 122
bb) Pflicht zur nachträglichen Offenlegung von Interessenkonflikten, sec. 182 Companies Act 2006 127
cc) Publizitätspflichten der UK Listing Rules 129
(1) Pflicht zur Offenlegung von signifikanten Transaktionen, LR 10 129
(2) Pflicht zur Offenlegung von Related Party Transactions, LR 11 130
(3) Durchsetzungsmechanismen 134
(a) Öffentlich-rechtliche Durchsetzungsmechanismen 134
(b) Private Durchsetzungsmechanismen 135
(4) Zwischenbewertung 135
e) Vergleichende Bewertung 139

2. ex ante-Beteiligungsrechte 141
a) Zustimmungskompetenz der (Minderheits-)Aktionäre 142
aa) Regelungsziel von ex ante-Zustimmungskompetenzen für Anteilseigner 142
bb) Zustimmungskompetenzen der Anteilseigner im deutschen Recht 144
(1) Nachgründungsgeschäft, § 52 AktG 144
(2) Fragen der Geschäftsführung, § 119 Abs. 2 AktG 147
(3) Beschluss der Hauptversammlung zu Satzungsänderungen, § 179 Abs. 1 AktG 149
(4) Verpflichtung zur Übertragung des ganzen Gesellschaftsvermögens, § 179a AktG 150
(5) Zustimmung zu Unternehmensverträgen, § 293 AktG 152
(6) Ungeschriebene Zustimmungskompetenzen „Holzmüller“ und „Gelatine“ 152
cc) Zustimmungskompetenzen der Anteilseigner im britischen Recht 154
(1) Wesentliche Sachwerttransaktionen, sec. 190 Companies Act 2006 154
(2) Darlehen der Gesellschaft an Direktoren, sec. 197 Companies Act 2006 157
(3) Zustimmungskompetenzen der UK Listing Rules 159
(a) Zustimmung zu signifikanten Transaktionen, LR 10 159
(b) Zustimmung zu Related Party Transactions, LR 11 159
(c) Durchsetzungsmechanismen 160
(d) Zwischenbewertung 161
dd) Vergleichende Bewertung 162
b) Beteiligung unabhängiger Mitglieder der Unternehmensleitung 163
aa) Regelungsziel der ex ante-Beteiligung unabhängiger Mitglieder der Unternehmensleitung 164

bb) Zustimmungskompetenzen im deutschen Recht 165
(1) Vertretung der Gesellschaft gegenüber Vorstandsmitgliedern, § 112 AktG 165
(2) Übertragung der Zustimmung auf den Aufsichtsrat, § 111 Abs. 4 S. 2 AktG 166
(3) Zustimmung zu Kredit- Dienst- und Werkverträgen, §§ 89, 114, 115 AktG 168
cc) Zustimmungskompetenzen im britischen Recht 168
dd) Vergleichende Bewertung 169
3. Mechanismen zur standardbasierten ex post-Überprüfung 169
a) Regelungsziel von Mechanismen zur standardbasierten ex post-Überprüfung 170
b) Mechanismen zur standardbasierten ex post-Überprüfung im deutschen Recht 170
aa) Treupflicht der Aktionäre 171
(1) Mitgliedschaftliche Treupflicht 171
(2) Gesetzliche Ausprägungen der mitgliedschaftlichen Treupflicht 174
(a) Gleichbehandlungsgebot, § 53a AktG 174
(b) Verbot von Sondervorteilen, § 117 AktG 176
(c) Recht des faktischen Konzerns, §§ 311 ff. AktG 179
bb) Kapitalerhaltung, § 57 AktG 179
cc) Konzernrechtliche Regelungen 183
(1) Recht des Vertragskonzerns, §§ 291 ff. AktG 185
(a) Beherrschungsvertrag als Voraussetzung für Leitungsmacht und Verantwortung 185
(b) Behandlung außenstehender Aktionäre 186
(c) Schutz vor Tunneling im Vertragskonzern 187
(2) Recht des faktischen Konzerns, §§ 311 ff. AktG 189
(a) Abhängigkeitsverhältnis ohne Beherrschungsvertrag 189
(b) Verbot der ausgleichslosen Nachteilszufügung 190
(c) Abhängigkeitsbericht als flankierender Disziplinierungsmechanismus 192

(d) Privatrechtliche Durchsetzungsmechanismen 193
(e) Schutz vor Tunneling im faktischen Konzern 194
c) Mechanismen zur standardbasierten ex post-Überprüfung im britischen Recht 199
aa) Loyalitätspflicht 199
(1) Anwendbarkeit auf Kontrollaktionäre 200
(2) Durchsetzungsmechanismen 201
(3) Zwischenbewertung 203
bb) Kapitalerhaltung 208
cc) Konzernrechtliche Regelungen 209
d) Vergleichende Bewertung 210
4. Abschlussbewertung 212

§ 4: Kritische Analyse der Änderungsrichtlinie und des ARUG II 218

I. Anwendungsbereich 221
1. Vorgaben der Richtlinie 221
a) Beschränkung auf börsennotierte Gesellschaften 221
b) Begriffsbestimmung 222
aa) Related Party i.S.d. ARRL 222
bb) Geschäft i.S.d. ARRL 224
c) Wesentlichkeitsschwellen 226
2. Umsetzung durch das ARUG II 228

II. Publizitätspflicht, Art. 9c Abs. 2 ARRL 232
1. Vorgaben der Richtlinie 232
2. Umsetzung durch das ARUG II 233

III. Fairness Opinion, Art. 9c Abs. 3 ARRL 235
1. Vorgaben der Richtlinie 235
2. Umsetzung durch das ARUG II 237

IV. Zustimmungserfordernis, Art. 9c Abs. 4 ARRL 241
1. Vorgaben der Richtlinie 241
a) Zustimmungskompetenz der Hauptversammlung 242
b) Zustimmungskompetenz des Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans 245
2. Umsetzung durch das ARUG II 247

3. Möglichkeiten zur richtlinienkonformen Anpassung 251
a) Streichung der Option zur Errichtung eines beschließenden Ausschusses 251
b) Modifikation der für den beschließenden Ausschuss geltenden Besetzungsvorschriften 253

V. Aggregationsregel, Art. 9c Abs. 8 ARRL 255
1. Vorgaben der Richtlinie 255
2. Umsetzung durch das ARUG II 256

VI. Ausnahme für im ordentlichen Geschäftsgang und zu marktüblichen Bedingungen zustande gekommene Geschäfte, Art. 9c Abs. 5 ARRL 257
1. Vorgaben der Richtlinie 257
2. Umsetzung durch das ARUG II 258

VII. Fakultative Bereichsausnahmen, Art 9c Abs. 6 ARRL 260
1. Vorgaben der Richtlinie 260
a) Ausnahmeoption für konzerninterne Geschäfte, Art. 9c Abs. 6 lit. a) ARRL 261
b) Ausnahmeoption für Geschäfte mit Zustimmungserfordernis der Hauptversammlung nach nationalem Recht, Art. 9c Abs. 6 lit. b) ARRL 262
c) Sonstige Ausnahmeoptionen, Art. 9c Abs. 6 lit. c) – e) ARRL 263
2. Umsetzung durch das ARUG II 264

VIII. Anwendung auf wesentliche Geschäfte mit Tochtergesellschaften, Art. 9c Abs. 7 ARRL 268
1. Vorgaben der Richtlinie 268
2. Umsetzung durch das ARUG II 269

IX. Maßnahmen und Sanktionen, Art. 14b ARRL 272
1. Vorgaben der Richtlinie 272
2. Umsetzung durch das ARUG II 272

X. Fazit 274

XI. Auswirkungen auf das existierende Recht in Deutschland 278

XII. Anlassbezogene Anpassung des deutschen Rechts 282

§ 5: Schlussbetrachtung 284

§ 6: Zusammenfassung in Thesen 286

Literaturverzeichnis 293

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
a.E.	am Ende
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AC	Appeal Cases
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
Änderungs-RL	Änderungsrichtlinie
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft
AIM	Alternative Investment Market
AktG	Aktiengesetz
All ER	All England Law Reports
allgM	Allgemeine Meinung
Anh.	Anhang
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
Am. J. Comp. L.	American Journal of Comparative Law
Anm.	Anmerkung
App. Cas.	Law Report Appeal Cases
Alt.	Alternative
AreG	Abschlussprüferreformgesetz
ARRL	Aktionärsrechterichtlinie
Art.	Artikel; article
ARUG II	Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater

BCC	British Company Law Cases
BCLC	Butterworths Company Law Cases
Bd.	Band
BDA	Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände
BDI	Bundesverband der Deutschen Industrie
Begr.	Begründer; Begründung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBl.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BilMoG	Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz
BMF	Bundesministerium für Finanzen
bn	billion
BörsG	Börsengesetz
BörsO	Börsenordnung
Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.	Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law
Brook. J. Int'l L.	Brooklyn Journal of International Law
BT-Drs.	Bundestags-Drucksache
Bus. Law.	Business Lawyer
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
Cal. L. Rev.	California Law Review
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review

Chin. Fin. Rev. Intern.	China Finance Review International
Chin. J. Actg. Res.	China Journal of Accounting Research
CESifo	Ifo Institut Center for Economic Studies
Ch	Law Reports, Chancery Division (Third Series)
Ch D	Law Reports, Chancery Division (Second Series)
C.L.J.	Cambridge Law Journal
CMLJ	Capital Markets Law Journal
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. J. Eur. L.	Columbia Journal of European Law
Colum. L. Rev.	Colambia Law Review
Comp. Law.	Company Lawyer
CRIM-MAD	Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation – Marktmissbrauchsrichtlinie
CSLE	Center for the Study of Law and Economics
DAV	Deutscher Anwaltsverein
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DelVO	Delegierte Verordnung (EU) 2019/980 der Kommission vom 14. März 2019 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Aufmachung, des Inhalts, der Prüfung und der Billigung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentli-chen ist, und zur Aufhebung der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission, ABl. L 166, 21.6.2019, S. 26.
DEPP	Decision Procedure and Penalties Manual
ders.	derselbe

d.h.	das heißt
dies.	dieselbe; diesselben
DIHK	Deutscher Industrie- und Handelskammertag
DiskE	Diskussionsentwurf
DJT	Deutscher Juristentag
DLR (4th)	Dominion Law Reports (Fourth Series) (Canada)
DPR	Deutsche Prüfstelle für Rechnungswesen DPR e.V.
DStR	Deutsches Steuerrecht
DTR	Disclosure Guidance and Transparency Rules
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECGF	European Corporate Governance-Forum
ECGI	European Corporate Governance Institute
Econ. J.	Economic Journal
Econ. Pol'y	Economic Policy
EG	Europäische Gemeinschaft
ESMA	European Securities and Markets Authority
et al.	et alii (und andere)
EU	Europäische Union
EUR	Euro
Eur. Comp. L.	European Company Law
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWHC (Ch)	High Court of England and Wales Decisions (Chancery Division)
f./ ff.	folgender; folgende
FCA	Financial Conduct Authority
FBD	Freshfields Bruckhaus Deringer
Fn.	Fußnote
FRC	Financial Reporting Council
FS	Festschrift

FSA	Financial Services Authority
FSMA 2000	Financial Services and Markets Act 2000
FTSE	Financial Times Stock Index
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GER	German Economic Review
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
HGB	Handelsgesetzbuch
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
HVwVfG	Hessisches Verwaltungsverfahrensgesetz
IAS	International Accounting Standards
ibid.	ibidem (ebenda)
i.d.F.	in der Fassung
i.d.R.	in der Regel
IFRS	International Financial Reporting Standards
iHv	in Höhe von
Ind. L. J.	Indiana Law Journal
insb.	insbesondere
InsO	Insolvenzordnung
Int'l Rev. L. & Econ.	International Review of Law and Economics
IJDG	International Journal of Disclosure and Governance
IRZ	Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung
i.S.d.	im Sinne des; im Sinne der
i.S.v.	Im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
J	Judge

J. Bus. Ethics.	Journal of Business Ethics
J.B.L.	Journal of Business Law
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Corp. L. Stud.	Journal of Corporate Law Studies
J. Econ. Lit.	Journal of Economic Literature
J. Econ. Pers.	Journal of Economic Perspectives
J. Empir. Leg. Stud.	Journal of Empirical Legal Studies
J. Fin.	Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Financ. Quant. Anal.	Journal of Financial and Quantitive Analysis
JITE	Journal of Institutional and Theoretical Economics
J.L. & Econ.	Journal of Law and Economics
J. Leg. Stud.	Journal of Legal Studies
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
J. Manag. Gov.	Journal of Management and Governance
KapMuG	Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten (Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz)
KG	Kammergericht
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KomE	Kommissionsentwurf
KonTraG	Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KoR	Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung
KSzW	Kölner Schrift zum Wirtschaftsrecht
LR	Listing Rules
LR HL	Law Reports, House of Lords, English and Irish Appeals
lit.	littera
L.Q.R.	Law Quarterly Review

LSE	London Stock Exchange
MAR	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission
MDAX	Mid-Cap-DAX
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II
Nat'l L. Sch. India Rev.	National Law School of India Review
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	NJW-Rechtsprechungs-Report
No/ No./ N°	numero
Nr.	Nummer
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
o.Ä.	oder Ähnlichem
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OLG	Oberlandesgericht
Oxf. Rev. Econ. Pol.	Oxford Review of Economic Policy
para.	paragraph
paras.	paragraphs
PR	Prospectus Rules

PRA	Prudential Regulation Authority
ProspektVO	Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABl. L 168, 30.6.2017, S. 12.
QB	Queen's Bench Reports
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
Rev. Fin. Stud.	Review of Financial Studies
RdA	Recht der Arbeit
RIS	Regulated Information Service
Rn.	Randnummer
S.	Satz; Seite
SAFE	Sustainable Architecture of Finance in Europe
Sch	Schedule
SDAX	Small-Cap-DAX
sec.	Section
SI	statutory instrument
sog.	sogenanter; sogenannte; sogenanntes; sogenannten
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
Stan. J.L. Bus. & Fin.	Stanford Journal of Law, Business and Finance
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
StGB	Strafgesetzbuch
StR	Revisionen in Strafsachen (BGH)
TecDAX	Technologie-DAX

Tex. L. Rev.	Texas Law Review
u.a.	unter anderem; und andere
UAbs.	Unterabsatz
UK	United Kingdom
UKSC	United Kingdom Supreme Court
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
U. Ill. L. Rev.	University of Illinois Law Review
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
USA	United States of America
v	versus
v.	von; vom
Var.	Variante
vgl.	Vergleiche
Vorb.	Vorbemerkung
Wash. U. L. Q.	Washington University Law Quarterly
Wash. & Lee L. Rev.	Washington and Lee Law Review
WLR	Weekly Law Reports
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpAV	Wertpapierhandelsanzeigeverordnung
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
Yale J. on Reg.	Yale Journal on Regulation
Yale L. J.	Yale Law Journal
z.B.	Zum Beispiel
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung

ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung
ZR	Revisionen in Zivilsachen und Berufungen in Patentnichtigkeitsverfahren (BGH)

§ 1: Einführung in das Thema

I. Gegenstand und Anlass der Untersuchung

Transaktionen von Gesellschaften mit nahestehenden Unternehmen und Personen (*Related Party Transactions*) stehen auf internationaler Ebene seit geraumer Zeit im Fokus aktienrechtlicher Diskussion und waren in jüngerer Vergangenheit auch Gegenstand europarechtlicher Regulierungsbemühungen.[7] Solche Transaktionen lassen sich im Wesentlichen in zwei Fallgruppen aufteilen: Geschäfte mit Mitgliedern der Unternehmensleitung einerseits sowie Geschäfte mit kontrollierenden Aktionären der Gesellschaft andererseits. Geschäfte der ersten Gruppe sind vorwiegend in Jurisdiktionen mit weit gestreutem Anteilsbesitz – wie den USA oder Großbritannien[8] – zu finden, wohingegen Letztere in Rechtsordnungen mit konzentriertem Anteilsbesitz überwiegen. Da der Fokus der aktuellen Diskussion auf Geschäften mit kontrollierenden Aktionären liegt und solche Geschäfte innerhalb der Europäischen Union aufgrund des vorwiegend konzentrierten Anteilsbesitzes in Kontinentaleuropa[9] von besonderer Relevanz sind, behandeln die folgenden Ausführungen im Wesentlichen diesen Transaktionstypus.

Als kontrollierender Aktionär soll im Folgenden eine natürliche oder juristische Person angesehen werden, die über genügend Stimmrechte verfügt, um die Willensbildung innerhalb einer Gesellschaft entscheidend bestimmen zu können.[10] Dafür muss der kontrollierende Aktionär nicht notwendigerweise die Mehrheit der die Stimmrechte vermittelnden Anteile innehaben; häufig reicht aufgrund der nicht vollständigen Präsenz der Aktionäre in der Hauptversammlung eine Mehrheit von deutlich weniger

---

7 Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABl. L 132, 20.5.2017, S. 1.

8 Vgl. *Bebchuk/Roe*, 52 Stan. L. Rev. 127, 133 (1999); *Coffee*, 93 Nw. U. L. Rev. 641 (1999).

9 *Dam/Scholtens*, 118 J. Bus. Ethics. 117, 120 f. (2013); *Faccio/Lang*, 65 J. Fin. Econ. 365, 379 f. (2002).

10 Vgl. Begriff bei *Bebchuk/Hamdani*, 157 U. Pa. L. Rev. 1263, 1267, Fn. 8 (2009).

als 50 % aus.[11] In Deutschland etwa lag die durchschnittliche Aktionärspräsenz in Hauptversammlungen der DAX-30-Gesellschaften im Jahr 2018 bei 65,3 %.[12] Obgleich bei den einzelnen Gesellschaften des DAX zum Teil deutlich unterschiedliche Hauptversammlungspräsenzen erreicht werden, kann man davon ausgehen, dass für diese Gesellschaften durchschnittlich ein Stimmrechtsanteil von über 32,65 % zur Erlangung einer Hauptversammlungsmehrheit ausreicht.

Sofern im weiteren Verlauf dieser Arbeit von Minderheitsaktionären oder außenstehenden Aktionären die Rede ist,[13] handelt es sich hierbei um das Pendant zum kontrollierenden Aktionär: um einzelne Aktionäre oder Aktionärsgruppen, denen zwar ebenfalls die durch die Aktien vermittelten Rechte zustehen, die mangels entsprechender Mehrheit jedoch keinen entscheidenden Einfluss auf die Willensbildung der Gesellschaft ausüben können, gleichwohl aber von der wirtschaftlichen Entwicklung der Gesellschaft unmittelbar betroffen sind.[14]

Das besondere Interesse an der Regulierung dieses Typus der Related Party Transactions lässt sich damit begründen, dass sich dem kontrollierenden Aktionär einer Gesellschaft im Rahmen solcher Geschäfte die Möglichkeit eröffnet, Vermögenswerte und Zahlungsströme zu Lasten der Aktionärsminderheit aus der Gesellschaft herauszuziehen. Um Investoren entsprechend zu schützen, bestehen innerhalb Europas bereits eine Vielzahl unterschiedlicher Regelungsansätze. Mit der Verabschiedung der Änderungsrichtlinie zur Aktionärsrechterichtlinie[15] ist der europäische Gesetzgeber nach intensiv geführter Debatte seinem Harmonisierungsbestreben hinsichtlich der Vorschriften zum Schutz von Gesellschaft und Minderheitsaktionären im Zusammenhang mit Related Party Transactions nachgegangen.

In Anbetracht dieser europarechtlichen Entwicklungen und vor dem Hintergrund der mit dem ARUG II erfolgten Umsetzung in das deutsche Recht vergleicht die vorliegende Arbeit die bisher in Deutschland und Großbritannien verfolgten Regelungsansätze und setzt sich im Anschluss mit den neuen europäischen Vorschriften auseinander, die ihrem Ansatz

---

11 *Baums*, ZHR 180 (2016), 697, 701; *Obst*, S. 47 f.; *Pacces*, 11 J. Corp. L. Stud. 177, 180 (2011).

12 Vgl. *Schnorr*, HV-Saison 2018 mit Rekordpräsenz, Barkow Consulting, abrufbar unter: https://www.barkowconsulting.com/hv-saison-2018-mit-rekordpraesenz/.

13 Die Begriffe „Minderheitsaktionär“ und „außenstehender Aktionär“ werden innerhalb dieser Arbeit synonym verwendet.

14 *Obst*, S. 49; *Wedell*, S. 20.

15 Vgl. Fn. 1.

nach größtenteils auf die von der britischen Finanzmarktaufsichtsbehörde herausgegebenen *Listing Rules* zurückgehen.[16] Die Arbeit vereint dabei Aspekte der funktionalen Rechtsvergleichung und der ökonomischen Analyse des Rechts.

Ziel der Arbeit ist es aufzuzeigen, wie die bestehenden Regelungen des deutschen Rechts jenseits der durch das ARUG II neu eingeführten Vorschriften zum Schutz von Minderheitsaktionären im Zusammenhang mit Related Party Transactions im Vergleich mit den Vorschriften des britischen Rechts abschneiden und zu eruieren, inwiefern ein den neuen europäischen Vorgaben entsprechendes Regelungsbedürfnis hierzulande bestand. Sie soll den Diskurs über die mit dem ARUG II erfolgte Umsetzung der europarechtlichen Vorgaben in nationales Recht durch eine Bewertung aus rechtsökonomischer Perspektive bereichern und dem deutschen Gesetzgeber konkrete Anpassungsvorschläge an die Hand geben.

II. Gang der Untersuchung

Nach Darlegung der dieser Untersuchung zugrunde liegenden Methodik im anschließenden Abschnitt widmet sich die Arbeit der Festlegung des Untersuchungsgegenstands, indem zunächst das Risiko der Entnahme privater Kontrollvorteile durch den kontrollierenden Aktionär erläutert wird und eine von nationalem Verständnis losgelöste Begriffsbestimmung der Related Party Transactions erfolgt. Anschließend wird die solchen Transkationen immanente Missbrauchsgefahr anhand ökonomischer Grundannahmen erörtert. Unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen Bedeutung diesbezüglicher Transaktionen im Geschäftsverkehr setzt sich die Arbeit sodann mit der Regelungsnotwendigkeit von Related Party Transactions auseinander (§ 2). Im weiteren Verlauf werden die bisherigen nationalen Regelungen des deutschen und britischen Rechts im Wege eines funktionalen Rechtsvergleichs erörtert und deren Anreizwirkung aus rechtsökonomischer Perspektive bewertet (§ 3). Die Untersuchung fokussiert sich dabei auf das in beiden Rechtsordnungen für börsennotierte Aktiengesellschaften geltende Recht. Hieran anknüpfend werden die europäischen Vorgaben der Richtlinie zur Änderung der Aktionärsrichtlinie sowie die mit dem ARUG II erfolgte Umsetzung der europäischen Vorgaben in deutsches Recht unter Einbeziehung der Ergebnisse des vorangehenden Kapitels beurteilt und zukünftig in den Blick zu nehmende Anpassungs-

16 Vgl. *Seidel*, AG 2018, 423, 424.

möglichkeiten aufgezeigt (§ 4). Schlussbetrachtung (§ 5) und Ergebnisse in Thesen (§ 6) schließen die Arbeit ab.

III. Methodik der Untersuchung

1. Vornahme eines funktionalen Rechtsvergleichs

Die Untersuchung der Regelungsinstrumente der beiden Vergleichsrechtsordnungen erfolgt im Wege eines funktionalen Rechtsvergleichs. Die gewählte Form der funktionalen Rechtsvergleichung unterscheidet sich von der Rechtsvergleichung unter Darstellung sogenannter Länderberichte dadurch, dass sie die Funktion von Rechtnormen der Jurisdiktionen zur Lösung eines aufgeworfenen Problems unter Berücksichtigung deren Wirksamkeit miteinander vergleicht, statt sich in der deskriptiven Darstellung von Normen zu unterschiedlichen Problemkreisen zu erschöpfen.[17] Da vergleichbare Probleme in verschiedenen Jurisdiktionen auf unterschiedliche Weise gelöst werden und innerhalb einer Rechtsvergleichung regelmäßig die Versuchung besteht, das Sachproblem zu sehr aus dem Verständnis der eigenen Rechtsordnung heraus zu betrachten, muss die Ausgangsfrage frei von Systembegriffen der jeweiligen Rechtsordnung gestellt werden.[18] Dies macht es erforderlich, das zu lösende Problem zunächst von der nationalen Dogmatik zu abstrahieren und anschließend kontextabhängige und kontextbedingte Funktionsvoraussetzungen freizulegen, bevor der eigentliche Vergleich erfolgen kann.[19] Im Fokus eines funktionalen Rechtsvergleichs stehen mithin weniger die einzelnen Rechtsnormen selbst als vielmehr die Ansätze, die die Rechtsordnungen zur Lösung eines bestimmten Problems aufbieten.[20] Da es um die reale Fähigkeit von Normen zur Lösung eines Sachproblems geht, ist nicht lediglich deren theoretische Wirkung zu betrachten („*law in the books*"), sondern stattdessen auf die Anwendung der Rechtsnormen in der Praxis abzustellen („*law in action*").[21]

Insbesondere bei Vergleichen innerhalb des Gesellschafts- und Unternehmensrechts besteht aufgrund der Komplexität gesellschaftsrechtstypi-

---

17 *Rheinstein*, S. 27 f.
18 *Kischel*, S. 6; *Zweigert/Kötz*, S. 33.
19 *Binder*, S. 16.
20 *Kischel*, S. 6.
21 Begrifflichkeit u.a. bei *Armour*, in: Pacces, S. 213; *Möllers*, AcP 208 (2008), 1, 5. Grundlegend hierzu *Pound*, 44 Am. L. Rev. 12 (1910).

scher Regelungszusammenhänge sowie der gegenseitigen Abhängigkeit einschlägiger Normen und Normensysteme die Gefahr, einzelne Sachprobleme zu isolieren und die Wirkung von Regelungen mit anderweitiger Ausrichtung zu verkennen, wiewohl diese ebenso zur Lösung des Problems beitragen können.[22] Daher wird zunächst der Versuch unternommen, die zur Lösung des Problems einschlägig erscheinenden Vorschriften in den Kontext der nationalen Regelungssysteme einzubetten, um ein umfassendes Bild hinsichtlich deren Wirkungsweise gewinnen zu können. Ebenfalls sollen die wesentlichen wirtschaftlichen und kulturellen Rahmenbedingungen der Vergleichsstaaten identifiziert und der daraus resultierende Einfluss auf die Wirkungsweise der jeweiligen Regelungen berücksichtigt werden.[23]

Sofern innerhalb der rechtsvergleichenden Analyse Regelungskomplexe der britischen Rechtsordnung identifiziert werden, die im Vergleich zum deutschen Regelungsansatz als besser zur Lösung des aufgeworfenen Problems geeignet erscheinen, wird die Möglichkeit zur Übernahme dieser Regelungskomplexe in das nationale Recht (sog. „*legal transplants*“[24]) vor dem Hintergrund der damit in Verbindung stehenden Hürden diskutiert.

2. Rechtsökonomische Bewertung

Die Bewertung der im Rechtsvergleich untersuchten nationalen Regelungsinstrumente erfolgt unter Zuhilfenahme rechtsökonomischer Werkzeuge. Unter Rechtsökonomik (auch ökonomische Analyse des Rechts) versteht man die Anwendung der ökonomischen Theorie und deren Methodik auf rechtliche Sachverhalte.[25] Sie hat ihren Ursprung in der Neuen Institutionenökonomik.[26]

Zum Gegenstand der ökonomischen Analyse des Rechts gehören unter anderem die Bewertung der Wirkungsweise von Rechtsnormen, Gerichtsentscheidungen und Verwaltungsakten anhand des ökonomischen Effizienzkriteriums sowie die Entwicklung von Vorschlägen zur Gestaltung

---

22 *Binder*, S. 17.
23 Vgl. zum Erfordernis der Berücksichtigung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen auch *Binder*, S. 19.
24 Zur Begrifflichkeit *Watson*, S. 21 ff.; ferner *Kischel*, S. 63 ff.
25 *Kirchner*, S. 7; *Schäfer/Ott*, S. 1; *Voigt*, S. 20; *Tröger/Scheibenpflug*, Ad Legendum, 2017, 273.
26 *Peterson/Towfigh*, in: Towfigh/Peterson, S. 1, 2 f.