

ALEXANDER SAJNOVITS

Kollektivismus
und Individualismus
im Aktienrecht

Jus Privatum

289

Mohr Siebeck

JUS PRIVATUM

Beiträge zum Privatrecht

Band 289



Alexander Sajnovits

Kollektivismus und Individualismus im Aktienrecht

Zum Einfluss aktienrechtlicher Paradigmen
auf die Rechtsentwicklung in Deutschland
und den USA

Mohr Siebeck

Alexander Sajnovits, geboren 1987; Studium der Rechtswissenschaften an der Universität Mainz; 2012 Erste Juristische Prüfung; 2015 Zweites Staatsexamen; Wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Universität Mainz; Studium an der Universität Oxford; 2018 M.Sc. (Oxford); 2018 Promotion (Mainz); Rechtsanwalt in Frankfurt; Akademischer Rat a.Z. Universität Mainz; 2025 Habilitation (Mainz); Privatdozent ebendort.
orcid.org/0000-0002-2515-5944

ISBN 978-3-16-200016-3 / eISBN 978-3-16-200316-4
DOI 10.1628/978-3-16-200316-4

ISSN 0940-9610 / eISSN 2568-8472 (Jus Privatum)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <https://dnb.dnb.de> abrufbar.

2026 Mohr Siebeck Tübingen / © Alexander Sajnovits

Dieses Werk ist lizenziert unter der Lizenz „Creative Commons Namensnennung – Nicht-kommerziell – Keine Bearbeitung 4.0 International“ (CC BY-NC-ND 4.0). Eine vollständige Version des Lizenztextes findet sich unter: <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>. Jede Verwendung, die nicht von der oben genannten Lizenz umfasst ist, ist ohne Zustimmung des Urhebers unzulässig und strafbar. Das Recht einer Nutzung der Inhalte dieses Werkes zum Zwecke des Text- und Data-Mining im Sinne von § 44b UrhG bleibt ausdrücklich vorbehalten.

Satz: SatzWeise, Bad Wünnenberg. Gedruckt auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier.

Mohr Siebeck GmbH & Co. KG, Wilhelmstraße 18, 72074 Tübingen, Deutschland
www.mohrsiebeck.com, info@mohrsiebeck.com

Vorwort

Die vorliegende Arbeit lag dem Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften der Johannes Gutenberg-Universität Mainz im Wintersemester 2024/2025 als Habilitationsschrift vor. Das Habilitationsverfahren wurde mit dem Habilitationsvortrag und -kolloquium am 5. Februar 2025 abgeschlossen. Die Arbeit wurde für die Drucklegung aktualisiert und stellenweise ergänzt und befindet sich auf dem Stand September 2025. Danach wurden nur ganz vereinzelte Entwicklungen berücksichtigt.

Mein besonderer Dank gilt meinem verehrten akademischen Lehrer Prof. Dr. Peter O. Mülbert. Die vielen lehrreichen Jahre an seinem Lehrstuhl haben meinen juristischen Werdegang in fachlicher wie persönlicher Hinsicht maßgeblich geprägt. Für seine stets großzügige Förderung, seine Unterstützung, sein Vertrauen und die intellektuelle Freiheit, die er mir eingeräumt hat, bin ich ihm in besonderer Weise verbunden.

Herrn Prof. Dr. Klaus Ulrich Schmolke, LL.M. (NYU) danke ich herzlich für die zügige Erstattung des Zweitgutachtens. Er ist – wie er selbst formulierte – mit der Arbeit in einen Dialog eingetreten; die dabei gewonnenen Erkenntnisse waren für die Druckfassung äußerst wertvoll.

Teile der Arbeit sind während eines Forschungsaufenthalts an der Harvard Law School entstanden. Für diese Möglichkeit danke ich – neben Peter O. Mülbert, der alles in die Wege geleitet hat – Prof. Reinier Kraakman für die freundliche Aufnahme an der Harvard Law School. Für ihre Unterstützung im Bewerbungsprozess danke ich außerdem Prof. Luca Enriques, LL.M. (Harvard) und Prof. Dr. Dr. Dr. h.c. mult. Klaus J. Hopt, MCJ (NYU). Schließlich danke ich den Direktoren des MPI Hamburg – Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Reinhard Zimmermann, Prof. Dr. Dr. h.c. Dr. h.c. Holger Fleischer, LL.M. (Univ. of Michigan), Dipl.-Kfm. und Prof. Dr. Ralf Michaels, LL.M. (Cambridge) – sowie den Teilnehmerinnen und Teilnehmern des dortigen Habilitand*innenkolloquiums 2023 für wichtige Impulse.

Die Deutsche Forschungsgemeinschaft hat die Veröffentlichung dieser Arbeit durch eine großzügige Publikationsbeihilfe gefördert, wofür ich sehr dankbar bin.

Von Herzen danke ich schließlich meinen Eltern, Renate und Eduard Sajnovits, die mich über all die Jahre mit unerschütterlicher Zuversicht begleitet und – nicht zuletzt – auch die Lasten des Korrekturlesens auf sich

genommen haben. Mein tiefster Dank gilt meiner wunderbaren Familie, meiner Frau Stefanie und meinen Kindern Viktoria und Louis. Ohne ihre Liebe und die Geduld und den Rückhalt meiner Frau wäre diese Arbeit nicht möglich gewesen. Ihnen ist dieses Buch gewidmet.

Mainz, im Februar 2026

Alexander Sajnovits

Inhaltsübersicht

| | |
|---|------|
| Vorwort | V |
| Inhaltsverzeichnis | IX |
| Abkürzungsverzeichnis | XXIX |
| | |
| <i>Einführung</i> | 1 |
| | |
| <i>1. Kapitel: Aktienrechtliche Paradigmen als Untersuchungsgegenstand</i> | 15 |
| §1: Gründe für Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen Aktienrechtsordnungen in der internationalen Corporate Governance-Diskussion | 17 |
| §2: Kollektivistisches vs. individualistisches Paradigma | 30 |
| | |
| <i>2. Kapitel: Das kollektivistisch-verbandsrechtliche Aktienrechtspadigma in Deutschland</i> | 69 |
| §3: Entwicklung des organisationsrechtlichen Normenbestands in Deutschland | 71 |
| §4: Vor-paradigmatische Phase im aktienrechtlichen Diskurs des 19. Jahrhunderts | 90 |
| §5: Der (korporative) Verband und sein kollektivistisches Fundament: Was bleibt nach mehr als 125 Jahren Verbandsrechtslehre? | 106 |
| | |
| <i>3. Kapitel: Das individualistisch-kontraktualistische Aktienrechtspadigma in den USA</i> | 261 |
| §6 Historischer Abriss der Entwicklung des Aktienrechts Delawares | 264 |
| §7: Die Debatte über das Wesen der Corporation bis zum Siegeszug des Legal Realism und im Zeitalter des Managerialism | 278 |
| §8: Zur Verfestigung des individualistischen Paradigmas | 316 |

| | |
|--|------------|
| § 9: Das Aktienrecht Delawares: Das individualistische Paradigma im geschriebenen Aktienrecht und in der Rechtsprechung | 350 |
| <i>4. Kapitel: (Resultierende) Divergenzen zwischen dem Deutschen und dem US-Amerikanischen Aktienrecht</i> | <i>483</i> |
| § 10: Satzungs- vs. Vertragsgesellschaft | 484 |
| § 11: Unternehmens- und Gesellschaftsinteresse vs. Shareholder Primacy und Shareholder Value Maximization | 503 |
| § 12: Kollektivismus und Individualismus im Innenrecht: Institutionalisation vs. Individualisierung | 519 |
| § 13: Zur Rolle der Aktionäre: Mitglied des Kollektivs vs. individueller Investor | 529 |
| § 14: Generelle Folgerungen für die gegenseitige Rechtsübernahme (Legal Transplants) und die wechselseitige Fruchtbarmachung bei der Rechtsentwicklung | 543 |
| <i>5. Kapitel: Neuere Entwicklungen und Konvergenzlinien: Aktienrecht im ESG-Zeitalter und danach</i> | <i>547</i> |
| § 15: Markt und Rechtswandel vor und im ESG-Zeitalter und danach | 548 |
| § 16: Aktienrechtliche Paradigmen im ESG-Zeitalter und danach | 574 |
| <i>Zusammenfassung in Thesen</i> | <i>591</i> |
| Literaturverzeichnis | 601 |
| Sachregister | 659 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|------|
| Vorwort | V |
| Inhaltsübersicht | VII |
| Abkürzungsverzeichnis | XXIX |
| <i>Einführung</i> | 1 |
| <i>A. Zwei aktienrechtliche Paradigmen</i> | 3 |
| I. Deutschland | 3 |
| II. USA/Delaware | 4 |
| <i>B. Zum Einfluss der Paradigmen auf die Aktienrechtsentwicklung</i> | 7 |
| I. Satzungs- vs. Vertragsgesellschaft | 8 |
| II. Corporate Purpose | 9 |
| III. Institutionalisierung vs. Individualisierung im Innenrecht | 10 |
| IV. Rolle der Aktionäre | 11 |
| <i>C. Konvergenzlinien im ESG-Zeitalter?</i> | 12 |
| <i>1. Kapitel: Aktienrechtliche Paradigmen als Untersuchungsgegenstand</i> | 15 |
| § 1: Gründe für Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen Aktienrechtsordnungen in der internationalen Corporate Governance-Diskussion | 17 |
| <i>A. Gemeinsamkeiten der Aktienrechtssysteme und die Konvergenzthese</i> | 17 |
| I. Ausgangspunkt der Konvergenzthese | 17 |
| II. Konvergenz zum Shareholder-Primacy-Modell? | 20 |
| <i>B. Erklärungen zu (fort-)bestehenden Unterschieden</i> | 20 |
| I. Law Matters-Ansatz: Rechtskreislehre und Legal-Origins-Forschung | 21 |

| | |
|--|----|
| II. Form-Follows-Function-Ansätze | 25 |
| 1. Politische Erklärungsversuche (<i>Mark Roe</i>) | 25 |
| 2. Path-Dependence-Theory | 26 |
| 3. Varieties-of-Capitalism-Forschung | 28 |
| C. Zwischenfazit | 29 |
| §2: Kollektivistisches vs. individualistisches Paradigma | 30 |
| A. (<i>Rechts</i>)paradigmen als Ausgangspunkt: Begriffliches | 31 |
| B. Zwei aktienrechtliche Paradigmen | 33 |
| I. Kollektivismus vs. Individualismus | 33 |
| 1. Normativer Individualismus | 33 |
| 2. Methodologischer Individualismus | 34 |
| 3. Normativer Kollektivismus | 34 |
| 4. Methodologischer Kollektivismus | 35 |
| II. Kollektivistisches vs. individualistisches aktienrechtliches Paradigma | 35 |
| C. <i>Unterschiedliche Herangehensweisen, Methodiken, Bindungen und Einflussfaktoren in der Rechtswissenschaft, Rechtsprechung und Rechtssetzung</i> | 37 |
| I. Die Binnenperspektive: Dogmatik und Systemdenken in der deutschen Rechtswissenschaft und Rechtsprechung | 38 |
| 1. Auslegung | 39 |
| 2. Rechtsfortbildung | 40 |
| 3. Ökonomische Theorie und ökonomische Analyse | 43 |
| II. Die Außenperspektive: Utilitarismus und Konsequentialismus, Rechtsrealismus und Law-and-Economics im US-amerikanischen (Aktien-)Recht | 47 |
| 1. Rechtswissenschaft | 47 |
| a) Rechtshistorische Grundlagen und Entwicklung des Rechtsrealismus und der Law-and-Economics-Bewegung | 47 |
| b) Der aktienrechtliche Diskurs im Besonderen | 48 |
| 2. Rechtsprechung | 48 |
| a) Statutory Law | 51 |
| b) Common Law und Equity | 53 |
| c) Certificate of Incorporation, Bylaws, Aktionärsverein- barungen und sonstige Governance-Verträge | 55 |
| III. Die Rechtssetzung | 56 |
| 1. Deutschland | 56 |
| 2. USA/Delaware | 59 |
| a) Zur (fortbestehenden) Dominanz und Relevanz Delawares und seines Aktienrechts | 59 |

| | |
|---|----|
| b) Gründe für die Dominanz und Relevanz Delawares als de facto Aktienrecht der USA | 62 |
| c) Paradigmenabhängige Rechtssetzung in Delaware | 63 |
| D. Wechselwirkung zwischen aktienrechtlichen Paradigmen und der Aktienrechtsentwicklung | 64 |
| I. Beeinflussung der Aktienrechtsentwicklung durch die aktienrechtlichen Paradigmen | 65 |
| II. Einfluss externer Faktoren auf die aktienrechtlichen Paradigmen | 66 |
| E. Einordnung der Vorgehensweise in das Schrifttum | 67 |
| | |
| 2. Kapitel: Das kollektivistisch-verbandsrechtliche Aktienrechtsparadigma in Deutschland | 69 |
| §3: Entwicklung des organisationsrechtlichen Normenbestands in Deutschland | 71 |
| A. Vom Code de Commerce zum Preußischen Aktiengesetz von 1843 | 71 |
| B. Die Aktiengesellschaft im ADHGB von 1861 | 73 |
| C. Die erste Aktienrechtsnovelle von 1870 | 74 |
| D. Die zweite Aktienrechtsnovelle von 1884 | 75 |
| E. Das Handelsgesetzbuch von 1900 | 77 |
| E. Die Entwicklung des Aktienrechts von 1900 bis zum AktG 1937 | 78 |
| F. Das AktG 1937 | 80 |
| G. Entwicklungen des Aktienrechts in der Bundesrepublik Deutschland | 81 |
| I. Die Entwicklung bis einschließlich zum AktG 1965 | 81 |
| 1. Änderungen der Organisationsverfassung | 83 |
| 2. Reform der Aktionärsrechte: Der Aktionär zwischen Verband und Kapitalmarkt | 84 |
| II. Die Entwicklung seit dem AktG 1965 | 85 |
| 1. Kleinere Aktienrechtsreformen in Permanenz statt großer disruptiver Reform | 85 |
| 2. Maßgebliche Reformen der Organisationsverfassung und der Aktionärsstellung | 86 |
| | |
| §4: Vor-paradigmatische Phase im aktienrechtlichen Diskurs des 19. Jahrhunderts | 90 |
| A. Die juristischen Person bei Savigny und der frühen historischen Rechtsschule | 90 |
| B. Die Sozietätslehre und andere individualistische Deutungen | 92 |

| | |
|---|---------|
| C. Die Funktionalisierung der Fiktionstheorie durch die Pandektisten und die Freirechtsschule | 94 |
| D. Die Theorie der realen Verbandspersönlichkeit und ihre Bedeutung für das deutsche Aktienrecht | 96 |
| I. Rechtspolitische Komponente der Genossenschafts- bzw. Verbandsrechtslehre | 97 |
| II. Rechtsdogmatische Grundlagen der Verbandsrechtslehre | 98 |
| 1. Entstehung des Verbandes und Satzung | 98 |
| 2. Eigenständigkeit des Verbandes und Verbandszweck | 99 |
| 3. Organisation und Organschaft | 100 |
| 4. Mitgliedschaft | 102 |
| III. Geistesgeschichtliche Einbettung | 103 |
| IV. Einfluss auf die weitere Aktienrechtsentwicklung | 104 |
| §5: Der (korporative) Verband und sein kollektivistisches Fundament: Was bleibt nach mehr als 125 Jahren Verbandsrechtslehre? | 106 |
| A. Korporativer Verband und Abgrenzungen: Begriffliches | 106 |
| I. Verbandsbegriff | 107 |
| II. Der korporative Verband/Korporation/Verbandsperson | 108 |
| 1. Grad der organisatorischen Verselbständigung | 108 |
| 2. Unterschiede zu den Personenverbänden bzw. Vertragsgesellschaften | 109 |
| 3. Die Vor-AG als korporativer Verband | 111 |
| III. Gesellschaften im engeren und im weiteren Sinne | 112 |
| IV. Juristische Personen | 113 |
| B. Die Satzung als korporativer Rechtsakt sui generis und der Grundsatz der Satzungsstrenge | 114 |
| I. Entstehung des Verbandes als „schöpferischer Organisationsakt“ | 114 |
| II. Satzung als „sozialrechtlicher Konstitutivakt sui generis“ | 115 |
| III. Objektive Auslegung korporativer Satzungsbestimmungen | 118 |
| IV. Spannungsverhältnis zwischen Satzungsautonomie und Gestaltungsbeschränkungen | 120 |
| 1. Einführung | 120 |
| 2. Zunehmende Verdichtung der aktienrechtlichen Organisationsverfassung | 121 |
| 3. Der Grundsatz der Satzungsstrenge | 122 |
| a) Umfang der Satzungsstrenge | 122 |
| b) Zwecke der Satzungsstrenge | 123 |
| c) Rechtsfolge eines Verstoßes | 124 |

| | |
|---|-----|
| 4. Entwicklung des Grundsatzes der Satzungsstrenge bis zum AktG 1965 | 125 |
| a) Die frühe Rechtsprechung des Reichsgerichts | 125 |
| b) Die Diskussion im Schrifttum | 127 |
| c) Die weitere Rechtsprechung | 127 |
| d) Zusammenfassung des Diskussionsstands vor dem AktG 1965 | 128 |
| 5. Bewertung | 129 |
| V. Satzungsergänzende oder -substituierende Verträge: Zum Primat der körperschaftlichen Verselbständigung im Aktienrecht | 131 |
| 1. Satzungsergänzende und -substituierende Aktionärs- vereinbarungen (Horizontalverträge) | 131 |
| 2. Unternehmens- (§§ 291 ff. AktG) und Umwandlungsverträge (UmwG) als Sondervertikalverträge | 133 |
| 3. Weitere Vertikalverträge: Business Combination Agreements, Investorenvereinbarungen usw. | 136 |
| VI. Zwischenfazit | 138 |
| C. Kollektivistischer Verbandszweck und Gesellschaftsinteresse | 140 |
| I. Verbandszweck als „Lebensgesetz“ des Verbands: Grundlagen | 140 |
| 1. Der Verbandszweck als überindividuelles Steuerungs- und Kontrollinstrument | 140 |
| 2. Entkopplung vom tatsächlichen Aktionärsinteresse | 142 |
| II. Das Gesellschaftsinteresse als „Kehrseite des Verbandszwecks“ im Aktienrecht | 145 |
| 1. Begriffliches | 145 |
| 2. Bedeutung im Aktienrecht | 146 |
| III. Vereinheitlichung des aktienrechtlichen Verbandszwecks durch das Konzept des Formalziels | 149 |
| 1. Gesetzliche Regelungen als Spiegel des hypothetischen Gründerwillens | 149 |
| 2. Ziellose Gesellschaft? | 153 |
| 3. Konkretisierung des Gewinnziels: Kollektivismus oder Individualismus im deutschen Aktienrecht? | 154 |
| a) Gesellschaftsbezogene, kollektivistische Gewinnziele | 155 |
| aa) Traditioneller Ausgangspunkt der dezentralen Gewinnerzielung | 155 |
| bb) Keine Durchbrechungen durch Schutzvorschriften zur Gewinnverwendung und Öffnungen des Aktienrechts gegenüber der Marktwertmaximierung | 156 |
| cc) Weitere Konkretisierung der dezentralen Gewinnerzielung | 157 |
| (1) Gewinnerzielung | 157 |
| (2) Gewinnmaximierung | 158 |

| | |
|--|-----|
| (3) Entscheidungs-, Beurteilungs- und Ermessensspielraum der jeweils Verpflichteten | 160 |
| b) Aktionärsbezogene Gesellschaftszwecke: Marktwertmaximierung im Besonderen | 161 |
| aa) Grundlagen | 161 |
| bb) Kompatibilität mit dem aktienrechtlichen Normenbestand? | 161 |
| (1) Normalstatut der Aktiengesellschaft nach dem AktG 1965: das kollektivistische Paradigma | 162 |
| (2) Öffnungen gegenüber kapitalmarktlichen Wirkungszusammenhängen, insbesondere gegenüber der Aktie als Investitionsinstrument | 163 |
| (3) Möglichkeit der Marktwertmaximierung im Rahmen des Gewinnziels | 163 |
| IV. Das Unternehmensinteresse als besondere Ausprägung des kollektivistischen Paradigmas | 164 |
| 1. Die herrschende Meinung von der Maßgeblichkeit des Unternehmensinteresses bzw. der pluralistischen Zielkonzeption | 164 |
| a) Grundlagen | 164 |
| aa) Unternehmensinteresse im „Going Concern“ | 164 |
| bb) Unternehmensinteresse im Übernahmeverfahren | 166 |
| cc) Unternehmensinteresse im Krisenfall und der „Vor-Insolvenz“ | 166 |
| b) Verhältnis zum Verbandszweck | 167 |
| c) Dogmatische Begründung | 168 |
| 2. Entwicklungslinien der pluralistischen Zielkonzeption: Die Aktiengesellschaft zwischen Gemeinwohl und Wirtschaftlichkeit | 168 |
| a) Kaiserreich und Weimarer Republik | 169 |
| aa) Der wissenschaftliche Diskurs | 169 |
| bb) Die Rechtsprechung | 172 |
| cc) Die Gesetzgebung | 172 |
| b) Der Nationalsozialismus und die Gemeinwohlklausel des AktG 1937 | 173 |
| c) Die Entwicklung in der Bundesrepublik und das pluralistische Konzept des Unternehmensinteresses | 174 |
| V. Zwischenfazit | 174 |
| D. Organschaft: Zur Rolle von Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung | 176 |
| I. Organbegriff | 179 |
| 1. Entwicklungslinien in Literatur und Rechtsprechung | 179 |
| 2. Institutionell-funktionaler Organbegriff der heute herrschenden Meinung | 181 |

| | |
|---|-----|
| II. Organe der Aktiengesellschaft | 183 |
| 1. Der Vorstand | 183 |
| 2. Der Aufsichtsrat | 185 |
| a) Der Aufsichtsrat im dualistischen System | 185 |
| b) Funktionen, Kompetenzen und (faktische) Kompetenz- erweiterungen | 188 |
| 3. Hauptversammlung | 190 |
| a) Begriff und Stellung im Organisationsgefüge | 190 |
| b) Funktion und Kompetenzen | 192 |
| 4. Sonstige Organe | 195 |
| III. Organ- und Organwalterpflichten: Einheitliche Bindung an den Verbandszweck gegenüber dem Verband? | 196 |
| 1. Organ und Organwalter als unterschiedliche Pflichten- adressaten | 196 |
| 2. Die einheitliche Bindung an den Verbandszweck als Ausgangspunkt | 200 |
| 3. Überlagerungen und Überformungen | 202 |
| a) Vorstand | 202 |
| aa) Organschaftliche Treuepflichten der Vorstands- mitglieder gegenüber der AG | 203 |
| (1) Grundlagen der organschaftlichen Treuepflichten | 203 |
| (2) Der Vorstand als Treuhänder? | 205 |
| (3) Geltungsgrund der Treuebindung | 205 |
| (4) Wirkrichtung der Treuepflichten | 206 |
| bb) Die Vorstandsmitglieder als Treuhänder der Aktionäre? | 206 |
| cc) Überlagerung der Organbindung an den Verbands- zweck durch das Konzept des Unternehmensinteresses | 210 |
| b) Aufsichtsrat | 210 |
| aa) Organschaftliche Treuepflichten der Aufsichtsrats- mitglieder gegenüber der AG | 211 |
| bb) Überlagerung der Organbindung an den Verbands- zweck durch das Konzept des Unternehmensinteresses | 212 |
| c) Hauptversammlung | 213 |
| aa) Verlagerung auf die Treuepflichten der Aktionäre . . . | 213 |
| (1) Kollektivistische Konzeption im Rahmen der Ausformung vertikaler Treuepflicht | 213 |
| (2) Individualistische Überformung durch horizontale Treuepflicht | 214 |
| bb) Inhalts- oder Verfahrensfehler? | 215 |
| cc) Was bleibt von der Pflichtenbindung des Organs Hauptversammlung? | 215 |
| IV. Bewertung und Folgerungen | 216 |

| | |
|--|-----|
| <i>E. Mitgliedschaft: Zur Rolle der Aktionäre</i> | 218 |
| I. Begriff und Inhalt der Mitgliedschaft | 218 |
| 1. Modernes Begriffsverständnis | 218 |
| 2. Der kollektivistisch-verbandsrechtliche Idealtypus der Mitgliedschaft | 220 |
| 3. Disruptionen und Überlagerungen der verbandsrechtlichen Konzeption der Mitgliedschaft | 223 |
| a) Horizontale Treuepflichten | 224 |
| b) Ablehnung vertikaler Treuepflichten in der Ein-Personen-AG | 225 |
| c) Schuld- und deliktsrechtliche Überlagerungen der Mitgliedschaft | 227 |
| d) Die Mitgliedschaft als (wirtschaftliche) Eigentumsposition | 228 |
| e) Der Aktionär als Investor | 230 |
| II. Aktionärsrechte | 231 |
| 1. Einführung | 231 |
| 2. Arten mitgliedschaftlicher Aktionärsrechte | 232 |
| 3. Das Anfechtungsrecht zwischen Kollektivismus und Individualismus | 234 |
| 4. Rechte bei veranlassungslosem Entzug/Verlust der Mitgliedschaft | 236 |
| a) Mechanismen zum veranlassungslosen Ausschluss von Minderheitsaktionären | 236 |
| aa) Zwangseinziehung | 237 |
| bb) Squeeze-out-Tatbestände | 238 |
| b) Rechtsschutz: der Weg zum „dulde und liquidiere“ | 240 |
| aa) Einziehung | 240 |
| bb) Squeeze-outs | 241 |
| cc) Sonstige Ausschlussmechanismen | 242 |
| dd) Weitergehende Vorschläge | 243 |
| c) Die Angemessenheit der Abfindung und die Öffnung gegenüber dem Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung | 243 |
| III. Aktionärspflichten: insbesondere Treuepflicht | 246 |
| 1. Einführung | 246 |
| 2. Geltungsgrund der Treuepflicht | 247 |
| 3. Wirkrichtung der Treuepflicht | 249 |
| 4. Pflichtenadressaten | 250 |
| 5. Dogmatische Einordnung der Treuepflicht | 251 |
| 6. Inhalt der Treuepflicht | 252 |
| a) Treuepflicht als Einwirkungskontrolle in der Hauptversammlung | 252 |
| b) Treuepflicht als Einwirkungskontrolle außerhalb der Hauptversammlung | 254 |

| | |
|--|------------|
| c) Treuepflicht als hauptversammlungsbezogene Handlungspflicht | 255 |
| d) Treuepflicht als Handlungspflicht außerhalb der Hauptversammlung? | 256 |
| IV. Zwischenfazit | 256 |
| <i>F. Fazit zum kollektivistischen-verbandsrechtlichen Aktienrechtsparadigma in Deutschland</i> | <i>258</i> |
| | |
| <i>3. Kapitel: Das individualistisch-kontraktualistische Aktienrechtsparadigma in den USA</i> | <i>261</i> |
| §6 Historischer Abriss der Entwicklung des Aktienrechts Delawares | 264 |
| <i>A. Das Delaware Corporation Law bis zum Erlass des General Corporation Law von 1899</i> | <i>264</i> |
| <i>B. Die Verfassung von 1897 und der General Incorporation Act von 1899</i> | <i>267</i> |
| <i>C. Entwicklungen des DGCL in der ersten Hälfte des 20. Jahrhundert (1901–1967)</i> | <i>269</i> |
| <i>D. Die Revision des DGCL von 1967</i> | <i>271</i> |
| <i>E. Entwicklungen des DGCL seit 1967</i> | <i>273</i> |
| I. Reaktion auf Smith v. Van Gorkom | 273 |
| II. ATP und Satzungsfreiheit | 274 |
| III. Moelis und die Market Practice Amendments 2024 | 274 |
| IV. Musk und die Senate Bill 21 | 274 |
| | |
| §7: Die Debatte über das Wesen der Corporation bis zum Siegeszug des Legal Realism und im Zeitalter des Managerialism | 278 |
| <i>A. Grant- und Fiction-Theory</i> | <i>279</i> |
| I. Der Fokus auf dem staatlichen Schöpfungsakt | 280 |
| II. Die Corporation als fiktive bzw. artifizielle Rechtsperson | 281 |
| III. Vertragstheoretische und andere individualistische Elemente der Corporation-Doktrin in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts | 283 |
| 1. Verhältnis zwischen Staat und Corporation | 283 |
| 2. Verhältnis zwischen Corporation und Aktionären und den Aktionären untereinander | 284 |
| 3. Organisations- und Vertretungsrecht | 284 |

| | |
|---|-----|
| <i>B. Aggregation-Theory</i> | 286 |
| I. Einführung | 286 |
| II. Die aktienorganisationsrechtliche Seite der Aggregation Theory und die Partnership-Analogie | 288 |
| III. Die verfassungsrechtliche Seite der Aggregation-Theory | 291 |
| IV. (Geistes-)Geschichtliche Einbettung und politische und wirtschaftliche Rahmenbedingungen | 293 |
| V. Auswirkungen und Verhältnis zum Aktienrecht Delawares | 294 |
| <i>C. Real-Entity-Theory in Zeiten von Progressive Legal Thought und New Deal</i> | 296 |
| I. Einführung | 296 |
| II. Erste Rezeptionsphase der Real-Entity-Theory | 297 |
| III. Zweite Rezeptionsphase der Real-Entity-Theory | 300 |
| IV. Auswirkungen und Verhältnis zum Aktienrecht Delawares | 303 |
| <i>D. Das Zeitalter des Managerialism</i> | 304 |
| I. Einführung | 304 |
| II. Der Legal Realism und <i>John Deweys</i> Fundamentalkritik an den Theorien zur Corporation | 305 |
| III. The Modern Corporation and Private Property: Eine Einordnung | 307 |
| IV. Konzeptionell-theoretisches Vakuum im Zeitalter des Managerialism | 310 |
| V. Das aktienrechtliche Paradigma im Zeitalter des Managerialism? | 312 |
| VI. Auswirkungen und Verhältnis zum Aktienrecht bzw. zur Aktienrechtsdoktrin Delawares | 314 |
| § 8: Zur Verfestigung des individualistischen Paradigmas | 316 |
| <i>A. Einführung</i> | 316 |
| <i>B. Vom Legal Realism zur Dominanz der Law-and-Economics-Schule</i> | 317 |
| <i>C. Die individualistische Auflösung der Corporation durch die Modernen Theorien des Unternehmens und die Agency-Theory</i> | 319 |
| I. Das Unternehmen in der neo-klassischen Ökonomie | 320 |
| II. Der Transaktionskostenansatz der Neuen Institutionenökonomie | 321 |
| III. Die Agency-Theory und das Unternehmen als Nexus-of-Contracts | 324 |

| | |
|--|-----|
| <i>D. Die Individualisierung der Zielfunktion der Corporation durch die Finanzierungslehre und die Entwicklung der Kapitalmärkte . . .</i> | 326 |
| I. Die Net-Present-Value-Methode und die Shareholder-Value-Maximization-Doktrin | 327 |
| 1. Grundannahmen und Entwicklung der Net-Present-Value-Methode | 327 |
| 2. Die Effizienzmarkthypothese als Baustein | 328 |
| 3. Die Ermittlung der Renditeerwartungen: Portfoliotheorie und CAPM | 330 |
| 4. Die Ausrichtung auf die Marktwertmaximierung durch die Shareholder-Value-Maximization-Doktrin | 331 |
| II. Marktförmige und regulatorische Flankierungen der Ausrichtung auf die Marktwertmaximierung | 331 |
| 1. Entwicklung der Kapitalmärkte und Bedeutung der Eigenkapitalfinanzierung | 331 |
| 2. Vergütungsstrukturen des Managements | 333 |
| 3. Die Rolle der unabhängigen Direktoren | 334 |
| 4. Der Markt für Unternehmenskontrolle | 336 |
| 5. Die Rolle institutioneller Investoren | 337 |
| <i>E. Die Corporation als Nexus-of-Contracts und das individualistische Paradigma in der Rechtswissenschaft</i> | 339 |
| I. Adaption der ökonomischen Konzepte durch die Rechtswissenschaft | 339 |
| II. Innerparadigmatische Kritik und Modifikationen | 343 |
| 1. Marktversagen | 344 |
| 2. Property Rights | 345 |
| 3. Die Team-Production-Theorie von <i>Blair</i> und <i>Stout</i> | 347 |
| <i>F. Kollektivistische Gegenströmungen</i> | 348 |
| | |
| § 9: Das Aktienrecht Delawares: Das individualistische Paradigma im geschriebenen Aktienrecht und in der Rechtsprechung | 350 |
| <i>A. Die Delaware Corporation zwischen Vertrags- und Eigentumsrecht: Zu den individualistischen Grundpfeilern der Delaware Corporation und des Delaware Corporation Law</i> | 350 |
| I. Kontraktualismus im Aktienrecht Delawares | 350 |
| 1. Kontraktualistisches Verständnis des Organisationsrechts . . | 350 |
| 2. Der Primat der Vertrags- bzw. Gestaltungsfreiheit | 352 |
| 3. Der korporative Vertrag als Rahmen der Rechtsbeziehungen zwischen den Aktionären und zwischen Aktionären und Verwaltung | 354 |

| | |
|--|------------|
| 4. Hierarchie im Mehrebenensystem des korporativen Vertrags und Durchbrechungen | 355 |
| 5. Vertragsgesellschaft statt Satzungsgesellschaft | 356 |
| 6. Rechtsdurchsetzung: Law und Equity | 358 |
| II. Die fiduziarischen Pflichten | 359 |
| 1. Die fiduziarischen Pflichten als zweite Kontrollstufe | 359 |
| 2. Die Unterscheidung zwischen Standard of Conduct und Standard of Review | 360 |
| a) Standard of Conduct | 361 |
| b) Standard of Review | 361 |
| aa) Business Judgement Rule | 362 |
| bb) Entire Fairness Test | 363 |
| cc) Enhanced Scrutiny | 364 |
| dd) Modifikationen | 365 |
| 3. Flankierung durch die Ermöglichung des Derivative Suit und des Direct Suit | 365 |
| 4. Safe-Harbour der Sec. 144 DGCL | 366 |
| a) Überblick über die Neuregelungen | 366 |
| b) Einordnung in das individualistische aktienrechtliche Paradigma | 368 |
| III. Die Delaware Corporation als separate Rechtspersönlichkeit im Außenrecht | 369 |
| <i>B. Der „Corporate Contract“: Zu den kontraktualistischen Grundlagen des Innenrechts der Corporation</i> | <i>370</i> |
| I. Entstehung der Corporation auf vertraglicher Grundlage | 370 |
| II. Die Parteien des korporativen Vertrags | 371 |
| III. Die Bestandteile des korporativen Vertrags | 371 |
| 1. DGCL und Common Law | 371 |
| 2. Das Certificate of Incorporation | 372 |
| 3. Die Bylaws | 373 |
| 4. Aktionärsvereinbarungen und sonstige Governance-Verträge | 374 |
| IV. Zur objektiven Auslegung der einzelnen Bestandteile des korporativen Vertrags | 375 |
| V. Das DGCL und das Common Law als dispositives Vertragsrecht: Zum Primat der Privatautonomie | 377 |
| 1. Das Certificate of Incorporation | 379 |
| a) Grundlagen | 379 |
| b) Die Leitungsautonomie des Board of Directors | 381 |
| c) Fiduciary Duties | 382 |
| aa) Unmittelbare Abbedingung/Modifikation | 382 |
| bb) Mittelbare Abbedingung/Modifikation | 382 |
| d) Purpose-Klauseln | 383 |

| | |
|---|-----|
| e) Vollständige und dauerhafte Substitution des Shareholder Meeting und das Recht der Aktionäre zur Wahl der Direktoren | 385 |
| f) Abdingbarkeit von Sec. 144 DGCL | 386 |
| 2. Bylaws | 387 |
| 3. Shareholder Agreements und sonstige Corporate Governance Verträge | 388 |
| 4. (Faktische) Grenzen durch Börsenbedingungen, institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater | 389 |
| a) Listing Rules | 389 |
| b) Institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater | 390 |
| VI. Aktionärsvereinbarungen im Besonderen: Zur Marginalisierung der körperschaftlichen Verselbständigung | 391 |
| 1. Einführung | 391 |
| 2. Horizontale Aktionärsvereinbarungen | 392 |
| 3. Vertikale Aktionärsvereinbarungen | 394 |
| a) Praktisch relevante Vertragsgestaltungen | 394 |
| b) Die Entscheidung in der Rechtssache <i>Moelis</i> | 395 |
| c) Die reformierte Sec. 122(18) DGCL | 397 |
| d) Einordnung, Fragestellungen und Ausblick | 399 |
| aa) Verstärkung der kontraktualistischen Basis | 399 |
| bb) Schutzmechanismen zugunsten der außenstehenden Aktionäre | 399 |
| 4. Governance-Verträge als Sonderkategorie der Vertikalverträge | 401 |
| VII. Zwischenfazit | 402 |
| C. <i>Individualistischer Gesellschaftszweck (Corporate Purpose)</i> | 403 |
| I. Begriffliches | 406 |
| II. Historisches: Die Anfänge der fiduziarischen Rechtspflichten und die Ultra-Vires-Lehre | 407 |
| 1. Gemeinwohl-Charters und die Entwicklung der fiduziarischen Rechtspflichten aus dem Trust Law | 407 |
| 2. Die Ultra-Vires-Doktrin und deren Niedergang | 410 |
| III. Konkretisierung der Rechtsprechung und aktuelle Rechtslage | 411 |
| 1. Shareholder Primacy als Grundregel und Ausgangspunkt | 411 |
| a) Die Entwicklung der Shareholder-Primacy-Doktrin seit dem DGCL von 1899 bis zur Takeover-Ära der 1980er-Jahre | 412 |
| b) Die Ära der feindlichen Übernahmen: Unocal und Revlon | 414 |
| c) Die Paramount v. Time-Entscheidung des Delaware Supreme Court | 417 |
| d) Die weitere Verfestigung des Grundsatzes | 419 |

| | |
|---|-----|
| 2. Individualistische Aktionärsinteressenkonzeption: Verwirklichung der Shareholder Primacy durch Shareholder Value Maximization ausgedrückt durch eine Steigerung des Aktienkurses? | 420 |
| a) Shareholder Primacy ist Shareholder Value Maximization ist Aktienkursmaximierung: Der Ansatz der Nexus-of- Contracts-Lehre und des Law-and-Economics-Schrifttums | 421 |
| aa) Der Fundamentalwert | 422 |
| bb) Kapitalmärkte sind effizient und gewährleisten eine Annäherung der Aktienkurse an den Fundamentalwert | 423 |
| cc) Kapitalmärkte sind liquide | 423 |
| dd) Bewertung und Folgerungen | 424 |
| b) Konkretisierung der Shareholder-Primacy-Doktrin in der Rechtsprechung Delawares | 425 |
| aa) Shareholder Primacy und Shareholder Value Maximization | 425 |
| (1) Grundlagen | 425 |
| (2) Der Single-Firm-Fokus | 426 |
| bb) Einschätzungsprärogative hinsichtlich Mitteleinsatz und Zeithorizont sowie Bewertungsparametern und -methoden | 428 |
| cc) Grenzen der Einschätzungsprärogative: „Revlon-Land“ | 430 |
| ee) Zwischenergebnis: Shareholder Value Maximization ohne unmittelbare Bedeutung des Aktienkurses | 431 |
| IV. Zusammenfassung und Zwischenfazit | 432 |
| <i>D. Die Rolle des Board of Directors, der Officer und des Shareholder Meeting</i> | 433 |
| I. Einführung | 433 |
| II. Das Board of Directors | 434 |
| 1. Das Board of Directors im monistischen System: Rolle und Zusammensetzung | 434 |
| a) Das Board der Delaware Corporation | 434 |
| b) Konstitution und Zusammensetzung | 434 |
| c) Willensbildung | 437 |
| 2. Funktionen, Kompetenzen und (faktische) Kompetenz- verlagerungen | 438 |
| III. Die Officer bzw. das Senior Management | 439 |
| 1. Rechtstatsächliche und rechtliche Rolle im Organisationsgefüge | 439 |
| 2. Fehlende Institutionalisierung | 441 |

| | |
|--|-----|
| IV. Das Shareholders Meeting – Zusammenkunft der Aktionäre statt Organ der Corporation | 443 |
| V. Direktoren und Officer als Treuhänder der Aktionäre: zur einheitlichen Pflichtenbindung | 444 |
| 1. Einführung in die einheitliche Pflichtenbindung | 444 |
| 2. Geltungsgrund der fiduziarischen Rechtspflichten | 446 |
| 3. Pflichtenadressaten | 447 |
| 4. Wirkrichtung der fiduziarischen Rechtspflichten | 447 |
| 5. Keine Pflichtenbindung „des“ Shareholder Meeting | 449 |
| VI. Zusammenfassung und Zwischenfazit | 451 |
| <i>E. Der Aktionär als Investor</i> | 451 |
| I. Zum Rollenwandel des Aktionärs vom Miteigentümer zum Investor | 451 |
| II. Aktionärsrechte | 453 |
| 1. Arten von Aktionärsrechten | 453 |
| a) Vermögensrecht | 453 |
| b) Verwaltungsrechte | 454 |
| c) Klagerechte | 455 |
| aa) Direct Suits und Class Actions | 455 |
| bb) Derivative Suits | 455 |
| cc) Sonstige Klagearten | 456 |
| 2. Möglichkeiten zu und Rechte bei veranlassungslosem Entzug der Aktionärsstellung | 457 |
| a) Mechanismen zum Ausschluss von Minderheitsaktionären | 457 |
| b) Fiduziarischer Rechtsschutz gegen den Ausschluss und Rechtskontrolle der Ausgleichszahlung sowie Appraisal Rights | 459 |
| aa) Fiduziarische Rechtskontrolle | 460 |
| (1) Long-Form-Cash-out Merger | 460 |
| (2) Short-Form Merger | 465 |
| (3) Back-end-squeeze-out gem. Sec. 251(h) DGCL | 466 |
| (4) Zwischenfazit | 466 |
| bb) Appraisal Rights | 467 |
| c) Angemessene Abfindung im Appraisal-Verfahren: Fair Price und die Bedeutung des Börsenkurses | 467 |
| III. Aktionärspflichten: fiduziarische Rechtspflichten gegenüber den Mitaktionären | 469 |
| 1. Einführung | 469 |
| 2. Geltungsgrund fiduziarischer Rechtspflichten | 471 |
| 3. Pflichtenadressaten | 472 |
| 4. Wirkrichtung fiduziarische Rechtspflichten kontrollierender Aktionäre | 474 |

| | |
|--|-----|
| 5. Inhalt der Treuepflicht | 474 |
| a) Usurpation von Verwaltungsrechten und Einflussnahme auf die Verwaltung | 475 |
| b) Ausübung von Aktionärsrechten | 475 |
| IV. Zwischenfazit | 477 |
| F. <i>Fazit zum individualistischen Paradigma des Aktienrechts</i> <i>Delawares</i> | 478 |
| | |
| 4. <i>Kapitel: (Resultierende) Divergenzen zwischen dem Deutschen und dem US-Amerikanischen Aktienrecht</i> | 483 |
| §10: Satzungs- vs. Vertragsgesellschaft | 484 |
| A. <i>Unterschiede in der dogmatischen Kategorisierung</i> | 484 |
| B. <i>(Nicht-)Substituierbarkeit des korporativen Willensbildungsprozesses</i> | 485 |
| C. <i>Unterschiede und Gemeinsamkeiten bei der Auslegung der Satzung und der Hierarchie unterschiedlicher (korporativer) Regelungsebenen des Organisationsrechts</i> | 487 |
| I. Allgemeine Auslegungsgrundsätze für Satzung und Corporate Contract | 487 |
| 1. Satzung vs. Certificate of Incorporation und Bylaws | 487 |
| 2. Bedeutung von Aktionärsvereinbarungen bei der Auslegung von „höherrangigen“ Satzungsregelungen | 488 |
| II. Hierarchie der Regelungsebenen | 489 |
| III. Auslegung des Gesetzesrechts | 491 |
| D. <i>Satzungstreue vs. Vertragsfreiheit</i> | 492 |
| I. Auf den divergierenden Paradigmen beruhende Unterschiede | 493 |
| II. Funktionale Unterschiede | 494 |
| E. <i>Aktionärsvereinbarungen</i> | 496 |
| I. Horizontale Aktionärsvereinbarungen | 496 |
| II. Unternehmens- sowie Umwandlungsverträge, Governance- Verträge und sonstige Vertikalvereinbarungen | 497 |
| 1. Unternehmensverträge und vergleichbare Vertikalverträge | 497 |
| 2. Sonstige Vertikalverträge | 499 |
| 3. Umwandlungen vs. Mergers und Consolidations | 501 |
| F. <i>Zwischenfazit</i> | 501 |

| | |
|---|---------|
| § 11: Unternehmens- und Gesellschaftsinteresse vs. Shareholder Primacy und Shareholder Value Maximization | 503 |
| <i>A. Dogmatisch-theoretische Unterschiede der Zielkonzeptionen</i> | 504 |
| I. Gesellschaftsinteresse vs. Shareholder-Primacy- und Shareholder-Value-Maximization-Doktrin | 504 |
| 1. Entkopplung vom und Kopplung an den Aktionärswillen | 504 |
| 2. Top-Down- vs. Bottom-Up-Ansatz: zum Einfluss der durch den Gesetzgeber ausgestalteten Legalordnung | 505 |
| 3. Gemeinsamkeiten und Unterschiede in der Konkretisierung. | 506 |
| II. Unternehmensinteresse vs. Shareholder-Primacy- und Shareholder-Value-Maximization Doktrin | 507 |
| <i>B. Relativierung der Unterschiede und (vermeintliche) Gründe für die praktische Irrelevanz des Diskurses zum Corporate Purpose</i> | 509 |
| I. Entscheidungsprärogative der Verwaltung und Schwierigkeiten der Rechtsdurchsetzung | 510 |
| II. Strukturelle Mechanismen und Marktbedingungen | 511 |
| <i>C. Gründe für auch rechtspraktische Relevanz</i> | 512 |
| I. Unterscheidung zwischen Standard of Conduct und Standard of Review | 513 |
| II. Unterschiedliche Intensität der Ausrichtung des Managements auf die Aktienkurssteigerung | 514 |
| 1. Vergütung von Vorstand und Senior Management | 514 |
| 2. Druck des Kapitalmarkts: zum unterschiedlichen Einfluss des Marktes für Unternehmenskontrolle und des Aktionärs-aktivismus | 516 |
| <i>D. Zwischenfazit</i> | 516 |
| § 12: Kollektivismus und Individualismus im Innenrecht: Institutionalisierung vs. Individualisierung | 519 |
| <i>A. Grad der Institutionalisierung im Innenrecht</i> | 519 |
| I. Grundlagen | 519 |
| II. Aufsichtsrat vs. Board of Directors | 520 |
| III. Vorstand vs. Senior Management | 521 |
| IV. Hauptversammlung vs. Shareholder Meeting | 522 |
| <i>B. Kollektivistische vs. individualistische Pflichtenstellung und -bindung gegenüber der Gesellschaft vs. gegenüber den Aktionären</i> | 523 |
| I. Pflichtenadressatenstellung | 524 |
| II. Wirkrichtung der Pflichten: Verselbständigt Kollektiv Verband vs. Gesamtheit der Aktionäre | 526 |

| | |
|--|-----|
| <i>C. Zwischenfazit</i> | 527 |
| § 13: Zur Rolle der Aktionäre: Mitglied des Kollektivs vs. individueller Investor | 529 |
| <i>A. Unterschiede bei den gesetzestypischen Aktionärsrechten, insbesondere beim Klagerecht</i> | 530 |
| <i>B. Aktionärsrechte beim Entzug der Aktionärsstellung gegen Geld</i> | 532 |
| I. Möglichkeiten des Entzugs der Aktionärsstellung gegen Geldzahlung | 532 |
| II. Unterschiede und Gemeinsamkeiten in den Rechten und Rechtsschutzmöglichkeiten der ausgeschlossenen Aktionäre | 534 |
| III. Abfindungshöhe | 535 |
| <i>C. Treuepflichten der Aktionäre</i> | 536 |
| I. Treuepflichten kontrollierender Aktionäre | 537 |
| 1. Deutschland | 537 |
| 2. Delaware | 537 |
| 3. Bewertung | 538 |
| II. Treuepflichten von Minderheitsaktionären | 540 |
| <i>D. Zwischenfazit</i> | 541 |
| § 14: Generelle Folgerungen für die gegenseitige Rechtsübernahme (Legal Transplants) und die wechselseitige Fruchtbarmachung bei der Rechtsentwicklung | 543 |
| <i>5. Kapitel: Neuere Entwicklungen und Konvergenzlinien: Aktienrecht im ESG-Zeitalter und danach</i> | |
| § 15: Markt und Rechtswandel vor und im ESG-Zeitalter | 548 |
| <i>A. Konvergenz und fortbestehende Divergenz der Aktionärsstrukturen</i> | 548 |
| I. Angleichungen beim Anteilseigentum institutioneller Investoren | 548 |
| II. Unterschiede bei unternehmerischen Querbeteiligungen, privaten Blockaktionären und Anteilseigentum des Staates | 550 |
| III. Zwischenfazit | 551 |
| <i>B. Die zunehmende Bedeutung des Aktionärsaktivismus</i> | 552 |
| I. Aktionärsaktivismus in den USA | 552 |
| 1. Von der gerichtlichen Kontrolle zur Marktkontrolle | 552 |
| 2. Mikroanreizstrukturen für Passivität und Aktivismus | 552 |
| 3. Gründe für die gestiegene Bedeutung des Aktionärsaktivismus | 555 |

| | |
|---|-----|
| II. Aktionärsaktivismus in Deutschland | 555 |
| III. Zwischenfazit | 557 |
| C. <i>Das ESG-Zeitalter: Ein „Game Changer“?</i> | 558 |
| I. Einführung | 558 |
| II. Regulatorische Entwicklungen: ein Überblick | 559 |
| 1. Markt- und Investorenebene | 560 |
| a) Deutschland/EU | 560 |
| b) USA | 562 |
| 2. Unternehmens- und Emittentenseite | 563 |
| a) Deutschland/EU | 563 |
| b) USA | 565 |
| III. Wandelnde Investorenpräferenzen | 567 |
| IV. ES(G)-Aktivismus | 568 |
| 1. Bedeutung des ES(G)-Aktivismus | 568 |
| 2. Besonderheiten und Gründe für ES(G)-Aktivismus | 570 |
| D. <i>Zerfallserscheinungen: Vom Ende des ESG-Zeitalters</i> | 572 |
| E. <i>Zwischenfazit</i> | 573 |
| § 16: Aktienrechtliche Paradigmen im ESG-Zeitalter und danach | 574 |
| A. <i>Entwicklungslinien im Aktienrecht und Aktienrechtsdiskurs</i> | 574 |
| I. Deutschland | 574 |
| 1. Aufladung des Unternehmensinteresses de lege lata und de lege ferenda | 575 |
| a) Verdichtung des Leitungsermessens zur ESG-Leitungspflicht | 575 |
| b) Empfehlungen und Reformvorschläge | 577 |
| 2. Sonstige Top-Down-Vorschläge zur Berücksichtigung von ESG-Belangen | 578 |
| 3. Button-Up Ansätze und Vorbehalte gegen diese | 578 |
| 4. Aktionärspflichten beim ESG-Aktivismus? | 579 |
| 5. Disruptive oder inkrementelle Veränderung des aktienrechtlichen Paradigmas? | 581 |
| a) Inkrementelle Veränderungen des aktienrechtlichen Paradigmas: Zur (Über-)Steigerung des Top-Down- Ansatzes | 581 |
| b) Disruptive Veränderungen des Paradigmas | 582 |
| c) Zwischenfazit | 583 |
| II. USA | 583 |
| 1. Shareholder Welfare Konzept (<i>Hart/Zingales</i>) | 584 |
| 2. Portfolio-Primacy-Konzept | 585 |

| | |
|---|----------------|
| 3. Disruptive oder inkrementelle Veränderung des aktienrechtlichen Paradigmas? | 587 |
| <i>B. Konvergenz oder fortbestehende Divergenz der aktienrechtlichen Paradigmen in Deutschland und den USA?</i> | <i>588</i> |
| <i>C. Zwischenfazit</i> | <i>589</i> |
| <i>Zusammenfassung in Thesen</i> | <i>591</i> |
| Literaturverzeichnis | 601 |
| Sachregister | 659 |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|-------------|--|
| ABl. | Amtsblatt |
| AcP | Archiv für Civilistische Praxis |
| ADHGB | Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch |
| AG | Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift) |
| AGB | Allgemeine Geschäftsbedingungen |
| AktG | Aktiengesetz |
| Amtl.Begr. | Amtliche Begründng |
| arg. con. | <i>argumentum e contrario</i> |
| ARRL | Aktionärsrechte-Richtlinie |
| ARSP | Archiv für Rechts- und Sozialphilosophie |
| ARUG II | Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie |
| AUM | Assets under Management |
| BB | Betriebs Berater (Zeitschrift) |
| BeckOGKAktG | Beck'scher Online Großkommentar zum AktG |
| BeckRS | Beck-Rechtsprechung (Entscheidungsdatenbank) |
| BegrRegE | Begründung zum Regierungsentwurf |
| BFH | Bundesfinanzhof |
| BGB | Bürgerliches Gesetzbuch |
| BGBL | Bundesgesetzblatt |
| BGH | Bundesgerichtshof |
| BGHSt | Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen |
| BGHZ | Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen |
| BKR | Zeitschrift für Bank und Kapitalmarktrecht |
| BMJV | Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz |
| BR | Bundesrat |
| BT-Drs | Bundestagsdrucksache |
| BT-Drucks. | Bundestagsdrucksache |
| BVerfG | Bundesverfassungsgericht |
| BVerfGE | Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts |
| CAPM | Capital Asset Pricing Model |
| CEO | Chief Executive Officer |
| CFO | Chief Financial Officer |
| COM | Commission |
| COO | Chief Operating Officer |
| Corp. | Corporation |
| CSDDD | Corporate Sustainability Due Diligence Directive |
| CSR | Corporate Sustainability Reporting |
| CSRD | Corporate Sustainability Reporting Directive |
| DAT | Deutsch-Atlantischen Telegraphen |
| DAX | Deutscher Aktienindex |
| DCGK | Deutscher Corporate Governance Kodex |

| | |
|--------------|--|
| Del.Supr. | Delaware Supreme Court |
| DGCL | Delaware General Corporation Law |
| DJT | Deutscher Juristentag |
| DNotZ | Deutsche Notarzeitschrift |
| DOL | Department of Labor |
| Drucks. | Drucksache |
| DWS | Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen |
| D&O | Directors & Officers |
| E&S | Environmental und Social |
| EBLR | European Business Law Review |
| EBOR | Business Organization Law Review |
| ECFR | European Company and Financial Law Review |
| ECGI | European Corporate Governance Institute |
| ECMH | efficient capital markets hypothesis |
| ed. | Edition |
| ERISA | Employee Retirement Income Security Act |
| ESG | Environmental, Social and Governance |
| ETF | Exchange Traded Fund |
| EU | Europäische Union |
| EuGH | Gerichtshof der Europäischen Union |
| EuGVVO | Verordnung über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handels-sachen |
| f./ff. | folgende |
| FG | Festgabe oder Freundesgabe |
| FISG | Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz |
| FS | Festschrift |
| Fn. | Fußnote |
| GbR | Gesellschaft bürgerlichen Rechts |
| GesR | GesundheitsRecht |
| GesRRL | Gesellschaftsrechts-Richtlinie |
| GG | Grundgesetz |
| GmbH | Gesellschaft mit beschränkter Haftung |
| GmbHG | Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung |
| GmbHR | GmbH-Rundschau (Zeitschrift) |
| GroßkommAktG | Großkommentar zum Aktiengesetz |
| GSIA | Global Sustainable Investment Alliance |
| GWB | Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen |
| H.G.B. | Handelsgesetzbuch |
| h.L. | Herrschende Lehre |
| h.M. | herrschende Meinung |
| Hdb.GesR | Handbuch Gesellschaftsrecht |
| HGB | Handelsgesetzbuch |
| Hrsg. | Herausgeber |
| IDW S1 | Institut der Wirtschaftsprüfer Standard 1 |
| IPO | Initial Public Offering |
| JW | Juristische Wochenschrift |
| JZ | JuristenZeitung |
| KAGB | Kapitalanlagegesetzbuch |
| KG | Kammergericht |

| | |
|---------------|--|
| KGaA | Kommanditgesellschaft auf Aktie |
| KMRK | Kapitalmarktrechts-Kommentar |
| KMU | Kleine und mittlere Unternehmen |
| KölnKommAktG | Kölner Kommentar zum Aktiengesetz |
| KonTraG | Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich |
| Kw | Kalenderwoch |
| Lfg. | Lieferung |
| LG | Landgericht |
| LGBTQ | Lesbian, Gay, Bisexual, Transgender, Queer |
| LkSG | Lieferkettenschutzgesetz |
| Ltd. | Limited |
| MBCA | Model Business Company Act |
| MDAX | Auswahlindex für mittelgroße Unternehmen (Mid-Cap) |
| MiFID II | Markets in Financial Instruments Directive II |
| MiFiR | Markets in Financial Instruments Regulation |
| Mio. | Millionen |
| MoPeG | Gesetz zur Modernisierung des Personengesellschaftsrechts |
| MünchKommAktG | Münchener Kommentar zum Aktiengesetz |
| MünchKommBGB | Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch |
| MünchKommHGB | Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch |
| NaStraG | Namensaktiengesetz |
| Nr. | Nummer(n) |
| NStZ | Neue Zeitschrift für Strafrecht |
| NYSE | New York Stock Exchange |
| NYU | New York University |
| NZG | Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht |
| OECD | Organization for Economic Cooperation and Development |
| oHG | Offene Handelsgesellschaft |
| OLG | Oberlandesgericht |
| PWC | PriceWaterhouseCoopers |
| RabelsZ | Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht |
| RegB | Regierungsbegründung |
| RG | Reichsgericht |
| RGZ | Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen |
| RL | Richtlinie |
| Rn. | Randnummer(n) |
| RRL | Restrukturierungs-Richtlinie |
| S&P500 | Aktienindex der 500 größten börsennotierten US- Unternehmen |
| SDAX | Auswahlindex für 50 kleinere Unternehmen (Smallcaps) |
| SE | Societas European |
| SEC | Securities and Exchange Commission |
| Sec. | Section |
| SJZ | Süddeutsche Juristenzeitschrift |
| Slg. | Sammlung der Rechtsprechung des Gerichtshofes und des Gerichts Erster Instanz |
| SpruchG | Spruchgesetz |
| SSRN-WP | Social Science Research Network. Working Paper |
| StaRUG | Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen |
| TCFD | Task Force on Climate-Related Financial Disclosures |

| | |
|-----------|---|
| U.K. | United Kingdom |
| UAbs. | Unterabsatz |
| UBS | UBS Group AG |
| UMAG | Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts |
| UmwG | Umwandlungsgesetz |
| US | United States |
| USA | United States of America |
| VC | Venture Capital |
| VO | Verordnung |
| VorstAG | Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung |
| VVaG | Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit |
| WM | Wertpapier-Mitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht |
| WpHG-E | Wertpapierhandelsgesetz-Entwurf |
| WpÜG | Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz |
| WuB | Wirtschafts und Bankrecht |
| ZBB | Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft |
| ZEuP | Zeitschrift für Europäisches Privatrecht |
| ZfPW | Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft |
| ZGR | Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht |
| ZHR | Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht |
| ZIP | Zeitschrift für Wirtschaftsrecht |
| ZVglRWiss | Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft |

Einführung

Mit der Dichotomie von Satzungsstrenge und Vertragsfreiheit im Aktienrecht, der rechtlichen Eigenständigkeit der Aktiengesellschaft nebst einem von den Aktionären unabhängigen Zweck, dem Organisationsrecht der AG sowie dem Status der Aktionäre werden grundlegende Probleme des Aktienrechts adressiert. Ist die Satzung ein Vertrag, dessen Inhalt zur Disposition der Aktionäre steht? Ist der Zweck der Aktiengesellschaft allein in der Gewinnmaximierung der Gesellschaft oder gar in der Maximierung ihres Aktienkurses zu sehen, oder müssen auch die Interessen anderer Stakeholder oder sogar das Allgemeinwohl berücksichtigt werden? Welchen Bindungen unterliegen die für die Aktiengesellschaft handelnden Personen, und wem gegenüber sind sie rechenschaftspflichtig? Welche Rolle kommt den Aktionären zu, und wie können diese auf die Aktiengesellschaft bzw. ihre Verwaltung Einfluss nehmen? Sind sie dabei ihrerseits rechtlichen Bindungen gegenüber der Gesellschaft, den Mitaktionären oder gar der Allgemeinheit unterworfen?

Im deutschen Recht einerseits und dem US-amerikanischen Recht andererseits werden diese Themen auf der Grundlage zweier unterschiedlicher aktienrechtlicher Paradigmen diskutiert. Diese Paradigmen stellen einen gemeinsamen Rahmen dar, in dem Theorien entwickelt, wissenschaftliche Diskussionen geführt werden und Rechtsprechung und Rechtssetzung stattfinden. Dieser Rahmen beruht auf einer gemeinsamen (Wissenschafts-)Sprache, übereinstimmenden Grundkonzepten (rechtlicher) Ordnung und einer im Wesentlichen übereinstimmenden Weltsicht.¹ Im Sinne *Ludwik Flecks* kann man auch von „Denkstilen“ sprechen.² Die Unterschiede in den aktienrechtlichen Paradigmen oder „Denkstilen“ lassen sich durch die Gegenbegriffe Kollektivismus (Deutschland) und Individualismus (USA) knapp kennzeichnen.³ Dieser unterschiedliche Ausgangspunkt hatte und hat vielfältige Impli-

¹ *Michaels*, Michigan Journal of International Law 27 (2006), 1003, 1022.

² *Fleck*, Entstehung und Entwicklung einer wissenschaftlichen Tatsache: Einführung in die Lehre vom Denkstil und Denkkollektiv, 1935. Vgl. auch *Fleischer*, RabelsZ 88 (2023), 5, 42f. und *Horwitz*, West Virginia Law Review 88 (1986), 173, 180f.

³ Vgl. *Teubner*, American Journal of Comparative Law 36 (1988), 130, 131f.; und *Fleischer*, RabelsZ 87 (2023), 5, 42f., letzterer allerdings mit Blick auf einen Vergleich zwischen Verbandsrechtslehre und Fiktionstheorie. Ferner auch schon *Zahn*, Wirtschaftsführertum und Vertragsethik, 1934, S. 25ff.

kationen für die Aktienrechtsentwicklung und die geltende Aktienrechtsordnung in den beiden Jurisdiktionen.

Ziel dieser Arbeit ist es, die dem Aktienrechtsdiskurs und der Aktienrechtsentwicklung in Deutschland einerseits und den USA andererseits zugrunde liegenden Paradigmen herauszuarbeiten und die Aktienrechtsentwicklung in beiden Jurisdiktionen vor dem Hintergrund dieser Paradigmen aufzuzeigen und einzuordnen. Zudem sollen beispielhaft einige auch auf der erarbeiteten Grundlage erklärable Unterschiede zwischen der deutschen und der US-amerikanischen Aktienrechtsordnung aufgezeigt werden. Mit Blick auf einige jüngere Entwicklungen, die das Potenzial haben, auch das Aktienrecht zu verändern, wird zudem der Frage denkbarer Paradigmenwechsel (*paradigm shifts*) und damit zusammenhängend einer möglichen Konvergenz oder weitergehenden Divergenz der Aktienrechtsordnungen der beiden Jurisdiktionen nachgegangen.

Die aktienrechtlichen Paradigmen⁴, deren Verwurzelung in den (geistes-)geschichtlichen Fundamenten der beiden Rechtsordnungen sowie die daraus resultierenden (rechtsdogmatischen) Konsequenzen stehen dabei im Mittelpunkt der Untersuchung. Diese Perspektive legt tiefgreifende (Denk-)Unterschiede⁵ im Innen- bzw. Organisationsrecht der Aktienrechtsordnungen⁶ zwischen den beiden Jurisdiktionen offen, die nicht nur zu rechtsdogmatischen, sondern auch zu rechtspraktischen Unterschieden führen und verspricht daher einen Erkenntnisgewinn (auch für die Rechtsvergleichung).

⁴ Teilweise wird auch von Makrotheorien gesprochen, siehe *Fleischer*, NZG 2023, 243, 246. Zur Abgrenzung zwischen Theorien und Paradigmen noch unten § 2 A. (S. 31 ff.).

⁵ Zu Denkunterschieden und deren Auswirkungen *Grechenig/Gelter*, Hastings Int'l & Company Law Review 31 (2008), 295 und *Grechenig/Gelter*, RabelsZ 72 (2008), 513 jeweils auf den Vergleich zwischen deutscher Dogmatik und US-amerikanischem Law and Economics-Ansatz bezogen.

⁶ Keine Berücksichtigung findet die Haftungsverfassung (siehe etwa *Petrin*, Penn State Law Review 118 (2013), 1, 26 ff.; *Fleischer*, RabelsZ 88 (2023), 5, 36 f.; *Schmolke*, RabelsZ 88 (2024), 223), die Strafrechtsfähigkeit (Vgl. *Petrin*, Penn State Law Review 118 (2013), 1, 29 ff.) oder das Verfassungsrecht (Vgl. *Petrin*, Penn State Law Review 118 (2013), 1, 15 ff.; *Fleischer*, RabelsZ 88 (2023), 5, 31; zur kontroversen Debatte in den USA im Zuge der Entscheidungen *Citizen United* und *Hobby Lobby* des US Supreme Courts etwa *Macey/Strine*, Wisconsin Law Review 2019, 451; *Pollman*, 69 Vanderbilt Law Review 69 (2016), 639).

A. Zwei aktienrechtliche Paradigmen

I. Deutschland

Das deutsche Aktienrecht ist seit Ende des 19. Jahrhunderts vor allem als kollektivistisches Verbandsrecht gewachsen.⁷ Der korporative Verband Aktiengesellschaft und sein Zweck wurden und werden von den Individualzwecken der Aktionäre geschieden.⁸ Darin kommt eine die deutsche Aktienrechtsentwicklung kennzeichnende – aus der deutschen Romantik und der historischen Rechtsschule erwachsene – holistische Geisteshaltung zum Ausdruck, die ihren Ausgangspunkt nicht im Individuum, sondern im Kollektiv nimmt.⁹ Ihre Kulmination fand die daraus entstehende Verselbständigung der Aktiengesellschaft gegenüber ihren Aktionären in der sogenannten Theorie vom „Unternehmen an sich“ und der Gemeinwohlklausel des § 70 AktG 1937.¹⁰ Sie bildet aber auch eine Grundlage für die heute in Deutschland herrschende Auffassung von der Maßgeblichkeit des „Unternehmensinteresses“ als Leitmaxime für das Verwaltungshandeln.¹¹

Die mit der Verbandsrechtslehre eng verbundene Organtheorie¹² war und ist bis heute bestimmend für die Konstruktion der Rechte und Pflichten der für die Aktiengesellschaft Entscheidungen treffenden Personen und Institutionen. Die Verpflichtungslinien aller Organe – insbesondere Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung – sind im Ausgangspunkt hin zum überindividuellen Verband ausgerichtet.¹³ Der Zweck des Verbands setzt den Handlungen aller Organe Grenzen; rechtmäßige Handlungen müssen sich

⁷ Siehe nur *Mülberr*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 2. Aufl. 1996, S. 59, 78 ff., 91 ff.; näher unten § 5 A. (S. 106 ff.).

⁸ § 5 C.I. (S. 140 ff.).

⁹ § 4 D.III. (S. 103 ff.).

¹⁰ Unten § 5 C.IV. 2.a)aa), (S. 169 f.). Die Verselbständigung auch gegen die Aktionäre weiter verschärfend *Ballerstedt*, in: FS Duden, 1977, S. 15; *Ballerstedt*, ZHR 135 (1971), 479, 483 ff.; *Raiser*, Das Unternehmen als Organisation, 1969, S. 166 ff. und auch *Rittner*, Die werdende juristische Person, 1973, 210 ff., jeweils allerdings mit gewichtigen Unterschieden. Noch in jüngerer Zeit findet eine stark kollektivistische Deutung besondere Anerkennung in der Soziologie und der soziologisch geprägten Rechtswissenschaft, siehe insbesondere *Teubner*, American Journal of Comparative Law 36 (1988), 130; *Teubner*, ZHR 149 (1985), 470 (jeweils unter Heranziehung der Systemtheorie).

¹¹ Dazu unten § 5 C.IV. (S. 164 ff.). Der nur kurzweilige Höhenflug kontraktualistischer Überlegungen fand spätestens mit der Finanzkrise ein „abruptes Ende“, vgl. *Fleischer*, ZGR 2022, 466, 476 f.; *Fleischer*, ZGR 2018, 703, 718 ff. Insoweit hat sich die Vorannahme *Gelters*, NYU Journal of Law & Business 7 (2010–2011), 641, 730 bewahrt.

¹² Zum Zusammenhang § 5 D.I.1. (S. 179 ff.) und § 4 D.II.3. (S. 100 ff.).

¹³ Siehe nur *Schürmbrand*, Organschaft im Recht der privaten Verbände, 2007; *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2002, § 10, S. 247 ff.; näher unten § 5 D.III.1. (S. 196 ff.).

an diesem Zweck messen lassen.¹⁴ Die Pflichten der einzelnen Organmitglieder sind von diesen Kollektivpflichten des Organs vorgeprägt und bestimmt.

Schließlich entwickelte sich auch die Rolle des Aktionärs vor dem Hintergrund der kollektivistischen Grundstrukturen und war lange – und viel stärker als in den USA – von einem Verständnis des Aktionärs als Mitglied des Verbands geprägt, mit daraus resultierenden (vergleichsweise durchaus starken) Rechten, aber auch Pflichten (heute vor allem: horizontale Treuepflichten).¹⁵

II. USA/Delaware

Das US-amerikanische Aktienrecht ruht demgegenüber auf individualistischen Pfeilern.¹⁶ Zwar stritten ab dem frühen 19. Jahrhundert bis in die 1930er Jahre im Wesentlichen drei dogmatisch ausgefeilte Theorien zur Corporation – die Grant-Theory, die Aggregation-Theory und die Real-Entity-Theory –¹⁷ um die Vorherrschaft im Aktienrechtsdiskurs, die nicht durchweg auf einem individualistischen Fundament ruhten. Doch spätestens seit den 1930er Jahren, als die Legal-Realism-Bewegung den sog. Classical Legal Thought insgesamt diskreditierte und auch alle Theorien zum Wesen der Corporation für überflüssig erklärte,¹⁸ konnten kollektivistische Strömungen, wie die Real-Entity-Theory als Rezeption der aus Deutschland stammenden Theorie der realen Verbandspersönlichkeit, das US-amerikanische Aktienrecht nicht nachhaltig prägen.¹⁹

Konzeptionell hinterließ der Legal Realism ein Vakuum,²⁰ das führende Gesellschaftsrechtler wie *Manning* noch in den frühen 1960er Jahren dazu veranlasste, das Aktienrecht als wissenschaftlich unfruchtbares Rechtsgebiet zu bezeichnen.²¹ Die Aktienrechtsentwicklung der Nachkriegszeit bis in die 1970er Jahre war von einer funktionalistischen Betrachtungsweise geprägt, die sich auf die Rolle des Managements fokussierte und sich nicht immer eindeutig einem kollektivistischen oder individualistischen Paradigma zuord-

¹⁴ *Zöllner*, Die Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, 1963, S. 318 ff.; *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2002, § 4, S. 61 ff.; näher hierzu und zum Folgenden § 5 D.III. (S. 196 ff.).

¹⁵ Siehe nur *Lutter*, AcP 180 (1980), 84; *Habersack*, Mitgliedschaft, 1996, S. 16 ff.; näher § 5 E. (S. 218 ff.).

¹⁶ Vgl. *Hameresh/Strine*, in: Oxford Handbook of Fiduciary Law, S. 871, 874. Ausführlich § 9 A. (S. 350 ff.). Aus dem deutschsprachigen Schrifttum frühzeitig schon *Zahn*, Wirtschaftsführertum und Vertragsethik, 1934, S. 27 ff.

¹⁷ § 7 A.-C. (S. 278 ff.).

¹⁸ Wegweisend *Dewey*, Yale Law Journal 35 (1926), 655; näher § 7 D.III. (S. 305 ff.).

¹⁹ Ausführlich § 7 C.IV. (S. 303 ff.) und § 7 D.II. (S. 305 ff.).

²⁰ § 7 D.IV. (S. 310 ff.).

²¹ *Manning*, Yale Law Journal 72 (1962) 223, 245 fn. 37.

nen ließ.²² Dabei sprachen die sog. Managerialists dem Management eine zentrale Rolle bei der Austarierung der in der Corporation aufeinanderprallenden Interessensgegensätze zu, während die sog. Anti-Managerialists die Gefahren zu großer Machtfülle betonten.²³

Erst mit dem Aufstieg der Law-and-Economics-Bewegung in den 1970er Jahren konnte das konzeptionell-theoretische Vakuum durch die Modern Theories of the Firm, die aus der ökonomischen Theorie stammen (*Coase, Alchian/Demsetz, Jensen/Meckling, Williamson*), und die moderne Finance-Theorie gefüllt werden.²⁴ Wesentliche Ausprägung des dadurch gefestigten individualistischen Paradigmas war und ist die Vorstellung von der Corporation als Nexus of Contracts, die das Konstrukt Corporation marginalisiert, sich maßgeblich auf Anreize und Interessenkonflikte zwischen Management und Aktionären sowie auf (vermeidbare) Transaktionskosten konzentriert und dabei andere Stakeholder sowie Gemeinwohlbelange ausklammert.²⁵

Die zunehmend durch die Law-and-Economics-Bewegung dominierte Rechtswissenschaft, insbesondere durch *Easterbrook* und *Fischel*, hat das Nexus-of-Contracts-Konzept aus der Wirtschaftswissenschaft positiv aufgenommen und rezipiert.²⁶ Auch in der Rechtsprechung Delawares haben diese Überlegungen bis heute Eingang gefunden.²⁷ Das Nexus-of-Contracts-Konzept fügte sich nahtlos in die normativ individualistische Grundhaltung in den USA und insbesondere in den US-amerikanischen Wirtschafts- und Rechtswissenschaften ein.²⁸ Die eigenständige Rechtspersönlichkeit der Corporation wird zwar anerkannt, aber heute ganz instrumentalistisch allein als Mittel zur Verwirklichung der wirtschaftlichen Ziele der Aktionäre betrachtet.²⁹ Ausgangspunkt und Grundlage jeder Betrachtung sind allein die Individuen, was sich auch methodisch im methodologischen Individualismus ausdrückt, der allen kontraktualistischen Theorien zur Corporation zugrunde liegt.³⁰

²² § 7 D.V. (S. 310 ff.).

²³ § 7 D.I. (S. 304 ff.), IV. (S. 310 ff.) und VI. (S. 314 ff.).

²⁴ *Petrin*, Penn State Law Review 118 (2013), 1, 14; vgl. auch *Grechenig/Gelter*, *RabelsZ* 72 (2008), 513, 522, 529. Dazu § 8 B. (S. 317 ff.), C. (S. 319 ff.) und D. (S. 326 ff.).

²⁵ *Romano*, Journal of Legal Education 55 (2005), 342, 347; vgl. auch die Einschätzung von *Wiedemann*, ZGR 2006, 240, 243 in seiner Rezension zur *Anatomy of Corporate Law*. Näher unten § 8 C. (S. 319 ff.).

²⁶ § 8 E.I. (S. 339 ff.).

²⁷ Siehe etwa *Gagliardi v. TriFoods Intern., Inc.*, 683 A. 2d 1049 – Del: Court of Chancery 1996. Näher unten § 9 A.I.1. (S. 350) mit weiteren Nachweisen.

²⁸ § 8 E.I. (S. 339 ff.).

²⁹ Siehe nur *Armour/Hansmann/Kraakman/Pargendler*, in: *Kraakman et al., The Anatomy of Corporate Law*, 3. Aufl. 2017, Kapitel 1.2.1., S. 8; *Bainbridge*, *Corporate Law*, 3. Aufl. 2015, S. 2f. Wie hier auch die Einschätzung bei *Bratton*, *Cornell Law Review* 74 (1989), 407, 423; *Bratton*, *Stanford Law Review* 41 (1989), 1471, 1489 f.

³⁰ *Bratton*, *Cornell Law Review* 74 (1989), 407, 423; *Allen*, *Washington and Lee Law Review* 50 (1993), 1396, 1400 ff.

Obleich es nie an fundamentaler Kritik am Nexus-of-Contracts-Konzept mangelte³¹ – die mitunter auch kollektivistische Züge trägt³² und bis heute geäußert wird³³ –, bildet diese Lehre und die sie kennzeichnende Fokussierung auf das Verhältnis und die Interessenkonflikte zwischen Direktoren und Officers/Senior Management einerseits und Aktionären andererseits, eine bis heute wesentliche Grundlage der modernen Aktienrechtslehre in den USA.³⁴ Zwar hat das individualistisch-kontraktualistische Paradigma im Mainstream-Diskurs gewisse Anpassungen erfahren, etwa durch die Adaption der modernen Property-Rights-Theorien (*Hart* u. a.),³⁵ doch bleibt es in seinen individualistischen Grundlagen fest verankert. Trotz jüngerer Erosionserscheinungen, wie dem sog. New Stakeholderism und der ESG-Bewegung, ist nicht zu erwarten – so eine wesentliche These dieser Untersuchung –, dass das tief im normativen und methodologischen Individualismus verwurzelte Konzept der Corporation als Nexus of Contracts durch kollektivistische Aktienrechtskonzeptionen ersetzt werden könnte. Dies zeigt die tiefe Einbettung der aufgezeigten Entwicklung in die geistesgeschichtlichen und gesellschaftlichen Rahmenbedingungen. Insoweit sei an dieser Stelle nur ein Zitat von *Bratton* zur Rezeption des Nexus-of-Contracts-Konzepts durch die US-amerikanische Aktienrechtswissenschaft der 1980er-Jahre vorweggenommen, das auch heute noch aktuell ist:

„History ... shows that contract always has held a constitutive place in corporate legal theory. This helps explain the new theory’s success in the law. Its microeconomic innovations resonate well because they reconfirm and highlight antecedent concepts“.³⁶

³¹ Als Klassiker der Kritik gelten *Bratton*, *Cornell Law Review* 74 (1989), 407; *Brudney*, *Columbia Law Review* 85 (1985), 1403 und *Eisenberg*, *Columbia Law Review* 89 (1989), 1461, 1485 ff.; *Eisenberg*, *Journal of Corporation Law* 24 (1999), 819, 832.

³² Vgl. die Nachweise bei *Romano*, *Stanford Law Review* 36 (1984), 923, 978 ff.

³³ *Micheler*, *Company Law – A Real Entity Theory*, 2021. Näher zur (kollektivistischen) Kritik § 8 F. (S. 348 ff.).

³⁴ *Cheffins*, *Cambridge Law Journal* 63 (2004), 456, 484. Exemplarisch etwa *Armour/Hansmann/Kraakman/Pargendler*, in: *Kraakman et al., The Anatomy of Corporate Law*, 3. Aufl. 2017, Kapitel 1.1., S. 2, 5: „nexus for contracts“; vgl. auch *Allen*, *Washington and Lee Law Review* 50 (1993), 1396, 1406: „In the United States the liberal-utilitarian account of and prescription for corporate law is the dominant legal academic model and will remain so for some time“; *Bainbridge*, *Cornell Law Review* 82 (1997), 856, 858.

³⁵ § 8 E.II. (S. 343 ff.).

³⁶ *Bratton*, *Stanford Law Review* 41 (1989), 1471, 1473.

B. Zum Einfluss der Paradigmen auf die Aktienrechtsentwicklung

Die sich gegenüberstehenden Paradigmen waren und sind jeweils prägend für die Rechtsentwicklung im Zusammenhang mit aktienrechtlichen Grundsatzfragen in den beiden untersuchten Jurisdiktionen. Mit Blick auf das „US-amerikanische“-Aktienrecht liegt der Fokus dieser Arbeit ganz auf dem Recht Delawares. Das Aktienrecht Delawares ist – auch heute noch – das de facto Aktienrecht der USA.³⁷ Ungefähr zwei Drittel der Fortune 500 Aktiengesellschaften und die Hälfte aller börsennotierten Gesellschaften sind in Delaware inkorporiert;³⁸ bei denjenigen Corporations, die einen anderen Inkorporationsstaat als ihren Verwaltungssitz wählen, sind es sogar 80 %.³⁹ Die meisten anderen Staaten folgen zumindest in wesentlichen Teilen dem Recht Delawares und/oder dem Business Model Act des American Law Institute, der seinerseits erheblich vom Recht Delawares beeinflusst ist.⁴⁰ Der Fokus auf Delaware rechtfertigt sich auch deshalb, weil die Aktienrechte der Gliedstaaten gerade mit Blick auf die hier im Zentrum stehenden Grundlagen erhebliche Gemeinsamkeiten aufweisen.⁴¹ Obwohl teils von einem möglichen „DExit“ die Rede ist und mit Tesla und TripAdvisor einige spektakuläre Wechsel des Inkorporationsstaates vollzogen wurden, steht gleichwohl nicht zu erwarten, dass die Dominanz Delawares in der näheren Zukunft ernsthaft gefährdet wäre.⁴²

³⁷ *Spamann/Hirst/Rauterberg*, Corporations in 100 Pages, 2020, S. 5; *Rauterberg*, Yale Journal of Regulation 38 (2021), 1124, 1131 mit Fn. 22.; *Allen*, Delaware Journal of Corporate Law 25 (2000), 70, 71; *Rehnquist*, Business Lawyer 48 (1992), 351, 354; *Skeel*, Business Lawyer 72 (2017), 1, 2; *Thompson/Thomas*, Vanderbilt Law Review 57 (2004), 1747, 1760.

³⁸ *Bainbridge*, Journal of Corporation Law 2024, 2, 7; eine große und über (börsennotierte) Aktiengesellschaften (Corporations) hinausblickende Studie hat jüngst *Verstein* vorgelegt (*Verstein*, The Corporate Census, SSRN-Working Paper 2025, abrufbar unter: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5154952). Alle Internetadressen wurden zuletzt am 15.01.2026 aufgerufen.

³⁹ *Skeel*, Business Lawyer 72 (2017), 1, 2; *Bainbridge*, Corporate Law, 3. Aufl. 2015, S. 10, der in 2015 von der Hälfte der an der NYSE gelisteten und 60 % der Fortune 500 Gesellschaften spricht.

⁴⁰ Zu Gründen für Aufstieg und Dominanz Delawares als Inkorporationsstaat nur *von Heim*, Rezeption, 2008, S. 476 ff. m. w. N.

⁴¹ *Carney*, Southern California Law Review 71 (1998), 715, 717 mit Verweis auf ältere Stellungnahmen.

⁴² *Bainbridge*, Journal of Corporation Law 2024, 2 mit Argumenten und empirischen Nachweisen zu den tatsächlichen Neuinkorporationen und Inkorporationswechseln im Zeitraum zwischen 2012 und 2024. Dazu näher unten § 2 C.III.2.a), (S. 59).

I. Satzungs- vs. Vertragsgesellschaft

Anders entwickelt haben sich vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Paradigmen zunächst die Bedeutung des zwingenden Rechts und der Satzung sowie deren rechtliche Qualifikation. Das Delaware General Corporation Law ist durch eine weitgehende Satzungsautonomie gekennzeichnet; man spricht von einem „enabling approach“,⁴³ während im deutschen Aktienrecht der sog. Grundsatz der Satzungsstrenge gilt⁴⁴. Der enabling approach des US-amerikanischen Rechts ist vor dem Hintergrund des kontraktualistischen Grundverständnisses des Innenrechts der Corporation intuitiv erklärbar.⁴⁵ Auch wenn häufig der Eindruck erweckt wird, dass die weite Dispositivität durch das Kapitalmarktrecht wieder eingeengt würde und Netzwerkeffekte sowie andere ökonomische Anreize (signaling) tatsächlich die Abweichungen vom „Standard Form of Contract“ selten machten, lässt sich gerade in den letzten Jahre eine „explosion of governance by private ordering“ auch bei Publikumsaktiengesellschaften beobachten.⁴⁶

Umgekehrt lässt sich auch der Grundsatz der Satzungsstrenge in Deutschland vor dem Hintergrund der Entkopplung zwischen Aktiengesellschaft und Aktionären nachvollziehen.⁴⁷ Dieser Grundsatz hatte immer eine Grundlage in der kollektivistischen Verbandsrechtslehre („gesetzesähnlicher Charakter“), auch wenn ihn erst das Reichsgericht in Ansätzen einführte und dann die Aktienrechtsreform 1965 legislatorisch erweiterte und festschrieb.⁴⁸ In der rechtsdogmatischen und rechtspolitischen Auseinandersetzung mit der schleichenden Verfestigung des Grundsatzes der Satzungsstrenge haben jedenfalls Argumente eines Eingriffs in die Privatautonomie bzw. Vertragsfreiheit eine ungleich geringere Rolle gespielt als etwa im Personengesellschafts- und GmbH-Recht, obgleich die Satzungsstrenge zunächst funktional ähnlichen Problemen begegnete, wie zielgenauere vertragsrechtliche Mechanismen (§ 138 BGB) im Personengesellschaftsrecht bzw. personalistisch geprägten GmbH-Recht.

⁴³ § 9 B.V. (S. 377 ff.).

⁴⁴ § 5 B.IV. (S. 120 ff.).

⁴⁵ *Butler/Ribstein*, Washington Law Review 65 (1990), 1, 38 ff.; *Bainbridge*, Corporation Law and Economics, 2002, S. 28; *Bainbridge*, Cornell Law Review 82 (1997), 856, 860 f.; dazu auch *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 685.

⁴⁶ *Wischmeier Shaner*, William & Mary Law Review 60 (2019), 985, 988; vgl. auch *Fisch*, Brooklyn Law Review 88 (2016), 1637, 1638. Näher unten § 9 B.V. 4. (S. 389 ff.) und § 9 B.VI.1. (S. 391 f.) und 3. (S. 394 f.).

⁴⁷ Näher § 5 B.IV. 5. (S. 129 ff.).

⁴⁸ Unten § 5 B.IV.4.d), (S. 128 f.).

II. Corporate Purpose

Daneben hat sich auch das Verständnis zum Gesellschaftszweck, in der US-Diskussion also zum Corporate Purpose,⁴⁹ vor dem Hintergrund der divergierenden Paradigmen ganz unterschiedlich entwickelt. Während die überwiegende Auffassung zum US-amerikanischen Aktienrecht – jedenfalls zum Recht von Delaware – als Gesellschaftszweck die Steigerung bzw. Maximierung des Vermögens der Aktionäre (Shareholder Value Maximization) betrachtet,⁵⁰ war und ist der Gesellschafts- oder Unternehmenszweck in Deutschland seit jeher von der Wohlstandssteigerung der Aktionäre unterschieden worden⁵¹.

Die Dominanz des Shareholder-Value-Ansatzes führen etwa *Bratton* und *Wachter* ausdrücklich darauf zurück, dass sich kollektivistische Ansätze im US-amerikanischen Aktienrecht gerade nicht durchsetzen konnten und die individualistisch-kontraktualistischen sowie die auf die Eigentumsrechte der Aktionäre fokussierenden Einflüsse in den USA immer dominierten.⁵² Wird die Corporation nämlich nicht als eigenständig anerkannt und maßgeblich auf die Interessen der Aktionäre einerseits und der Verwaltung andererseits fokussiert, scheint eine normative Ausrichtung an den Interessen der Aktionäre zwangsläufig. Die moderne Aktienrechtslehre rechtfertigt dies zudem mit dem ökonomischen Argument der Aktionäre als (einzigen) Residualgläubiger.⁵³

In Deutschland wurde demgegenüber – ganz auf der Basis des kollektivistisch geprägten Paradigmas und der mit diesem einhergehenden Verselbständigung der Aktiengesellschaft gegenüber den Aktionären⁵⁴ – schon immer ein von der individuellen Wohlfahrt der Aktionäre unabhängiger und eigenständiger Verbands- bzw. Gesellschaftszweck propagiert.⁵⁵ Auf dieser Grundlage konnte seit dem frühen 20. Jahrhundert die heute herrschende Lehre von der Maßgeblichkeit des sog. Unternehmensinteresses gedeihen, die als Leitlinie für das Handeln von Vorstand und Aufsichtsrat auch die Interessen anderer Stakeholder und sogar Gemeinwohlbelange mit einbezieht und als Außen-

⁴⁹ Zu einem abweichenden Verständnis des Begriffspaars „Corporate Purpose“ in der aktuellen Debatte, siehe *Fleischer*, ECFR 2021, 161, 164 ff.; *Bebchuk/Kastiel/Toniolo*, Stanford Journal of Law, Business, and Finance 28 (2023), 307.

⁵⁰ Näher § 9 C. (S. 403 ff.).

⁵¹ § 5 C.I. (S. 140 ff.).

⁵² *Bratton/Wachter*, The Journal of Corporation Law 34 (2008), 99, 151: „Simply stated, we have shareholder primacy today because corporatism lost out to pluralism and markets“.

⁵³ Näher § 8 C.III. (S. 324 ff.).

⁵⁴ Dazu unten § 5 A.II. (S. 108 ff.).

⁵⁵ § 5 C.I. (S. 140 ff.).

grenzen des Ermessens die „Bestandserhaltung“ und die Gewährleistung „dauerhafter Rentabilität“ der Gesellschaft statuiert.⁵⁶

Obwohl praktisch relevante Unterschiede aus diesen divergierenden Zielkonzeptionen in vielen Fällen durch die in beiden Rechtsordnungen die Unternehmensleitung abschottende Business Judgment Rule und allgemein ein weites Leitungsermessen, eine – teils mehr, teils weniger stark – am Aktienkurs ausgerichtete Managementvergütung und die Nichteinklagbarkeit der Nichtaktionärsinteressen minimiert werden,⁵⁷ folgen aus den unterschiedlichen Gesellschafts- bzw. Unternehmenszwecken, insbesondere über ihre Kanalisierung als Leitungsmaxime bzw. die fiduziarischen Rechtspflichten, rechtspraktisch relevante Divergenzen⁵⁸. Beispiele hierfür sind der frühe Abbau von Konglomeraten in den USA in den 1980er Jahren und Unterschiede bei der Kapitalstruktur. Zudem kulminieren die Divergenzen auch rechtlich in sog. End-Game-Situationen.⁵⁹

III. Institutionalisation vs. Individualisierung im Innenrecht

Unterschiedlich entwickelt haben sich auf der Basis der jeweiligen aktienrechtlichen Paradigmen auch die Rolle und insbesondere die Pflichtenlage der sog. Organe – in Deutschland insb. Hauptversammlung, Aufsichtsrat und Vorstand, in den USA Direktoren und Senior Management (Officer). Die Rolle von Hauptversammlung, Aufsichtsrat und Vorstand ist in Deutschland auf der Basis der Organtheorie gewachsen, die immer in enger Verbindung zur Verbandsrechtslehre stand.⁶⁰ Verpflichtungslinien bestanden in dieser Konzeption ursprünglich allein zwischen den Organen und der Gesellschaft, niemals aber unmittelbar hin zu einzelnen Aktionären oder auch den Aktionären in ihrer Gesamtheit.⁶¹ Auch die Hauptversammlung als Organ unterliegt dabei – im Ausgangspunkt – einer echten Pflichtenbindung.⁶²

Das Verhältnis zwischen Direktoren und Senior Management – und ergänzend auch kontrollierenden Aktionären – einerseits und Gesellschaft und (den Mit-)Aktionären andererseits ist dagegen aus dem Trust Law gewachsen, wengleich es sich frühzeitig als ein solches sui generis etablierte.⁶³ Insbesondere die Verbindungslinien zum Trust Law zeigen die eigentumsrechtlich-individualistische Grundlage der Rechtsbeziehung zwischen Verwaltung und

⁵⁶ § 5 C.IV. (S. 164 ff.).

⁵⁷ § 11 B. (S. 509 ff.).

⁵⁸ § 11 C. (S. 512 ff.).

⁵⁹ *Revlon v. MacAndrews & Forbes* 506 A.2d 173 (1986) (Del. 1986). Dazu in diesem Zusammenhang § 11 C.I. (S. 513 ff.).

⁶⁰ § 5 D.I. (S. 176 ff.).

⁶¹ § 5 D.III.1. (S. 196 ff.) und 2. (S. 200 ff.).

⁶² § 5 B.IV. 3.a. (S. 122 f.).

⁶³ § 9 A.II. (S. 359 ff.) und näher § 9 D.V. (S. 444).

Sachverzeichnis

- Abwehrmaßnahmen (gegen Übernahmeangebote) 336 f., 344, 349, 362, 414 ff., 429 f.
- ADHGB 69, 73 ff., 93, 104, 121, 185, 193
- Agency Law 284 f., 310
- Agency-Kosten 324 f., 470 ff.
- Agency-Theorie 319 f., 324–326, 348
- Aggregation-Theory 4, 278, 282, 286 ff., 291 ff., 296 ff., 342 f.
- AktG 1937 3, 69, 78, 80 ff., 122, 168, 173, 184 f., 188, 191 f., 206 ff., 212, 222, 247
- AktG 1965 42, 66, 82, 84 ff., 98, 122, 125, 128 f., 134, 162, 168, 184 ff., 188, 209, 219, 221, 223, 228, 230, 622
- Aktiengesellschaft, deutsche
- als korporativer Verband 171 ff., 258 ff.
 - Abgrenzung zur Personengesellschaft 171 f.
 - Verselbstständigung zum „Unternehmen an sich“ 171 f., 258 f.
 - Entwicklung von ADHGB/HGB bis AktG 1965 171 ff.
 - Unternehmensinteresse als Leitlinie 164 ff., 258 f., 575 ff.
- Aktiengesellschaft, US-amerikanische / Delaware Corporation
- monistisches Board-System 323 f., 361 ff.
 - Corporation als Nexus of Contracts 263, 316 ff., 323 ff.
 - Corporate Contract (Charter, Bylaws, Shareholder Agreements) 339 f., 478 ff.
 - Satzungs- und Vertragsfreiheit („off-the-rack law“) 339 f., 478 ff.
 - Shareholder Primacy als Leitprinzip 411 ff., 420 ff.
- Aktienkurs / Marktwert 155 ff., 161 ff., 327 f., 331 ff., 336 ff., 420 f., 423 ff., 427 ff., 431, 506, 512 ff., 586
- Aktienrechtspatridgen
- kollektivistisches vs. individualistisches Paradigma 30 ff., 33 ff., 69 ff.
 - Paradigmenbildung als heuristisches Instrument 31 ff.
- Aktienrechtsreform 8, 66, 82, 84 f., 577, 603, 621, 624, 642, 649, 658
- Aktionär
- als Investor / Kapitalgeber 325 f., 425 f., 451 f.
 - als Mitglied des Verbands (deutsches Verbandsmodell) 219 ff.
 - als Residualgläubiger in der Agency-Theorie 325 f.
 - Mehrheitsaktionär 229 f., 470 ff.
 - Minderheitsaktionär 229 f., 470 ff.
 - kontrollierender Aktionär (controlling stockholder) 363 f., 470 ff.
 - institutionelle Aktionäre 552 ff., 557 ff., 568 ff.
 - Rechte (Mitgliedschaft, Appraisal, Klagebefugnisse) 219 ff., 339 f., 341 f., 365 f., 453 ff.
 - Pflichten (Treuepflichten, Missbrauchsverbote) 219 ff., 229 f., 469 ff.
- Aktionärsaktivismus 12, 217, 255, 332, 338, 512, 514, 516 f., 519, 523 ff., 540, 547, 552, 555 ff., 568, 570, 572, 579, 588, 599, 627
- Aktionärsschutz 88, 238, 274 f., 356, 387, 401, 444
- Aktionärsvereinbarung (Shareholder Agreement) 55 f., 131, 272, 353, 357, 360, 376, 388, 390 ff., 400 ff., 479, 486, 488 ff., 496 f., 593 f.
- Alchian/Demsetz 5, 263, 324 ff., 348
- Allgemeinwohl / Gemeinwohlbindung 1, 100, 168, 170 f., 173 f., 301 f., 503, 624
- Appraisal Right / Abfindungsanspruch 236, 242, 269, 272, 299, 340, 358, 392, 452, 457, 459 f., 462, 465–468, 499, 534 f.
- Aufsichtsrat 184 ff., 223 f.
- Behavioral Finance 328 ff., 420 ff.
- Berle/Means 307 ff., 313, 451

- Bilanzen / Rechnungslegung 37, 329, 621
 Black-Box-Modell der Firma 320f.
 Board of Directors (Delaware)
 – Zusammensetzung und Stellung im System 433ff.
 – Leitungs- und Kontrollfunktion 438
 – Willensbildung 437
 – Fiduciary Duties 444ff.
 – Rolle in Übernahme-situationen (Unocal, Revlon, Paramount) 362, 414ff., 417ff., 429f.
 Börsenkurs → Aktienkurs / Marktwert.
 BVerfG 100, 102, 131, 136, 138, 150, 160
 Business Combination Agreements 497ff., 501f.
 Business Judgment Rule (BJR)
 – Standard of Review, Vermutungswirkung und Voraussetzungen 361f.
 – Abgrenzung zum Standard of Conduct 360f., 418f.
 – Erschütterung und Übergang zur Entire Fairness 362f.
 – ökonomische Rechtfertigung (Risikotheorie, Diversifikation) 329ff., 361ff.
 Bylaws 368, 386, 441, 444, 447, 485, 494, 497, 598

 Capital Budgeting 161, 327
 CAPM (Capital Asset Pricing Model) 330ff., 327ff., 330ff.
 Cash-out-Merger 53, 67, 350, 359, 452
 Certificate of Incorporation
 – Auslegung und Ergänzung 53ff.
 – Stellung im Corporate Contract 339f., 478ff.
 – Modifikation der Default-Regeln des DGCL 339f., 351f.
 – Purpose-Klauseln nach Sec. 102(a)(3) DGCL 383f., 415f.
 Classical Legal Thought 4, 47, 262, 305f., 318
 Class Action 455, 531, 538
 Coase 263, 322
 Charitable Contributions 413f.
 Charter Certificate of Incorporation
 Coase 321ff.
 Code de commerce 71, 121, 613f.
 Constituency Statutes 413, 655
 Contractarianism / Nexus-of-Contracts 4f., 263, 317, 322ff., 352, 386, 401, 609, 651, 657
 Corporate Contract (Delaware)
 – Aktienrecht als „off-the-rack-Vertragsrecht“ 339f.
 – Zusammenspiel von Gesetz, Charter, Bylaws, Shareholder Agreements 339f., 478ff., 488ff.
 – objektive Auslegung 375ff.
 – Bestandteile 371ff.
 – Parteien 371
 – Gestaltungsfreiheit 377ff.
 Corporate Governance 4, 12, 33, 67, 84, 125, 169, 209, 246, 275f., 327, 351, 386f., 441f., 494, 498, 549, 583, 603, 608, 643
 Corporate Governance Welfarism 575ff., 583ff.
 Corporate Purpose 155, 228, 404, 415, 430, 503, 506, 513, 602, 624, 634, 643, 655
 Corporate Social Responsibility 509, 616, 619, 623, 627, 636, 639, 642, 646, 650f., 655
 Corporation-Doktrin 279ff., 283ff., 296ff., 304ff.
 Corwin 275, 461f., 466, 585
 Court of Chancery 5, 12, 51, 55, 362, 383, 396f., 408, 426, 429, 466, 473, 476, 644

 Delaware
 – Gründe für Dominanz und Relevanz 59ff., 62f.
 – de facto Aktienrecht der USA 62f.
 Delaware General Corporation Law (DGCL)
 – historische Entwicklung 264ff.
 – Revision von 1967 271ff.
 – Struktur und kodifizierte Leitgedanken 267ff., 351f.
 – Market Practise Amendments 2024 247, 394ff.
 – Senate Bill 21 (2025) 274
 – Kontraktualismus 350ff.
 – Abdingbarkeit 377ff.
 Delisting 39f., 184, 193, 233
 Derivative Action / derivative Klage 361ff., 455ff.
 Dichotomie Satzungsstrenge / Vertragsfreiheit 34, 92, 119, 132, 169, 233, 257, 304f., 348, 392, 401, 430, 489, 519, 549, 583, 610, 634, 656

- Direct Suit 455
 Diversifikation 329 ff., 361 ff.
 Dualistisches System 1, 5 f., 9, 32 ff., 36, 46, 67, 84, 119, 150, 169, 180, 301, 320, 519, 527, 587
 Duty of Care 54, 56, 58, 62, 93, 169, 246, 275 f., 352, 366, 371, 386 f., 405, 441 f., 445, 448
 Duty of Loyalty 54, 56, 58, 62, 93, 169, 246, 275 f., 352, 366, 371, 386 f., 405, 441 f., 445, 448
 Duty of Good Faith / Duty to Monitor 361 ff.
- eBay 51, 405, 411, 419 f., 430, 624
 Effizienzmarkthypothese 327 ff., 420 ff.
 Eigenkapital 325, 327 ff., 330 ff.
 Enhanced Scrutiny 362 ff.
 Entire Fairness 362 f., 470 ff.
 Equity 53 f.
 ESG (Environmental, Social, Governance) 12, 616, 621, 627, 634, 638, 642, 647, 652, 656, 661
 ESG-Aktivismus → Aktionärsaktivismus.
 ESG-Zeitalter 548 ff., 574 ff., 582 ff., 587 f.
- Fair Price 467 f.
 Fiduciary Duties → Duty of Care, Duty of Loyalty, Duty of Good Faith / to Monitor
 Fiction-Theory 279 ff., 283 ff.
 Fiktionstheorie 90 ff., 94 ff.
 Form-Follows-Function-Ansätze
 – politökonomische Erklärungsansätze (Roe) 25 f.
 – Path-Dependence-Theorie 26 f.
 – Varieties-of-Capitalism-Forschung 28 ff.
 Free Cash Flow 327 f., 331 ff., 336 ff., 420 f., 423 ff., 427–429, 431
 Freigabeverfahren 235 f., 241, 243
 Fremdkapital 166, 325 f., 575 ff.
- Gemeinwohlklausel des AktG 1937
 → Allgemeinwohl / Gemeinwohlbindung.
 Gesellschaftsinteresse 4, 33, 67, 84, 125, 169, 209, 246, 275 f., 327, 351, 386 f., 441 f., 494, 498, 549, 583, 603, 608, 643
- Gewinnmaximierung 155, 263, 317, 326 f., 331, 583
 Gierke → Verbandsrechtslehre.
 Gleichbehandlungsgrundsatz 142, 145, 150 f., 157 ff., 238, 247, 654
 Going Private 499, 501, 534, 536
 Gold-Plating 642, 649
 Grant-Theory 279 ff., 296 ff.
- Hauptversammlung
 – Zuständigkeiten und ungeschriebene Kompetenzen 184 f., 190 ff.
 – Verhältnis zu Vorstand und Aufsichtsrat 184 f., 258 f.
 – Hauptversammlung und Unternehmensinteresse 258 f.
 – Vergleich mit Shareholder Meeting (USA) 522 f.
 Hansmann/Kraakman
 – „End of History for Corporate Law“ 20 ff.
 – Konvergenzannahme zur Shareholder-Primacy-Ordnung 20 ff.
 Hart/Zingales → Corporate Governance
 Welfarism.
 Hedgefonds 557 ff.
 HGB 1900 77 f.
 Historische Auslegung 30 ff., 36, 46, 50, 52, 57, 64–67, 69, 71, 75, 78, 83, 87, 90, 92, 93, 100, 103, 104, 119
 Historische Rechtsschule 3, 35, 47, 63, 90 ff., 103 f., 282, 301, 305 f.
 Homo oeconomicus 33 f., 319 f., 325 f.
 Human Capital 616, 630, 634
- Indexfonds / passive Fonds 552 ff., 557 ff., 585 ff., 587 f.
 Informationsasymmetrie 324 f., 331 ff., 361 ff.
 „Innenrecht“
 – Begriff und Abgrenzung zu außenrechtlichen Faktoren 7 ff., 12 ff.
 – Institutionalisierung vs. Individualisierung des Innenrechts 519 ff.
- Individualismus
 – normativer Individualismus 33 f.
 – methodologischer Individualismus 34 f., 35 f.
 – individualistische Rekonstruktion der Corporation (Nexus of Contracts) 316 ff., 323 ff., 340 ff.

- Institutionelle Investoren 12, 35, 67, 142, 171, 236, 257, 336, 512, 514 ff., 553, 566, 570, 583, 597, 606, 621, 643, 652, 656
institutionell-funktionaler Organbegriff 176 ff., 181 ff.
Investor → Aktionär.
- Jensen/Meckling 5, 55, 263, 308, 324 ff., 339, 346, 348
- Kapitalmärkte 328 ff., 331 ff., 414 ff.
Kapitalmarktgleichgewicht → CAPM.
Kapitalstruktur 325 ff.
Klimawandel 176, 564, 568, 571 f., 574, 576, 585, 589, 599, 653, 655
Kollektivismus
– normativer Kollektivismus 34 f.
– methodologischer Kollektivismus 35 f.
– kollektivistisches Paradigma des deutschen Aktienrechts 33 ff., 69 ff., 171 ff., 258 ff.
– Kollektivismus und Mitbestimmung 168 ff., 223 f.
Konsequentialismus 47
Konvergenzthese 17 ff., 20 ff., 25 ff., 588 f.
Konzernrecht 11, 94, 145, 160, 205, 211, 217, 249
Kostenvorteile / Skaleneffekte 327 f., 331 ff., 336 ff., 420 f., 423 ff., 427 ff., 431
- Law-Matters-Ansatz → Legal Origins
Law-and-Economics
– geistesgeschichtliche Einordnung 47 ff., 317 ff.
– utilitaristische Fundierung 319 f.
– Einfluss ökonomischer Theorien 319 ff.
– Einfluss auf Shareholder-Primacy- und Nexus-of-Contracts-Lehre 339 ff., 411 ff.
Legal Realism 47 ff., 317 ff.
Legal Origins 21 ff.
Legal Transplants 543 ff., 588 f.
Leitungsautonomie
– Vorstandsspielräume (DE) 184 f., 258 f.
– Board Discretion (US) 361 ff., 414 ff.
Liquidität (Marktliquidität) 331 ff., 557 ff.
- Management Buy-Out (MBO) 362 f., 363 f.
Managerialism 303, 312, 317, 326 f., 331, 583
Manning 4, 310 ff.,
Markt für Unternehmenskontrolle 331 f., 414, 431, 504, 513, 517
- Marktwertmaximierung
– Bedeutung im deutschen Aktienrecht 161 ff.
– Shareholder-Value-Maximization-Doktrin in den USA 327 ff., 421 ff., 425 ff.
– marktförmige und regulatorische Flankierungen in den USA 331 ff.
Marktversagen 343 f.
MFW(-Standard) 54, 275, 367, 387, 436, 462–466
Mitbestimmung 25, 81, 85, 169, 172, 229, 511, 604
Mitgliedschaft
– Begriff 218 ff.
– kollektivistisch-verbandsrechtlicher Idealtypus 218 ff.
– Disruptionen und Überlagerungen der verbandsrechtlichen Konzeption 223 ff.
– Mitgliedschaftsrechte 231 ff.
– Mitgliedschaftspflichten 246 ff.
– Treuepflicht → Treuepflicht
Moelis 391 ff.
- Nachhaltigkeit → ESG; → Corporate Governance Welfarism.
Net-Present-Value-Methode (NPV) 327 ff., 330 ff., 420 ff.
Neue Institutionenökonomik 321 ff., 323 ff.
Nexus-of-Contracts-Lehre 4 f., 263, 317, 322–325, 352, 386, 401, 609, 651, 657
Normalstatut 161 ff.
- OECD Principles of Corporate Governance 20 ff., 24 f.
Officer/Senior Management
– Rolle im Organisationsgefüge 439 ff.
– Fehlende Institutionalisierung 441 ff.
Ökonomische Analyse → Law and Economics
Ordoliberalismus 171 ff.
Organschaft/Organ 42, 84, 119, 154, 169, 176 ff., 181 ff., 196 ff., 210 ff., 226, 261, 311, 348, 401, 430, 489, 519, 549, 583, 610, 634, 656
- Paradigmen → Aktienrechtsparadigmen
Paramount v. Time 417 f.
Path-Dependence-Theorie 26 f.
Pluralistische Zielkonzeption
→ Unternehmensinteresse

- politische Theorie (Mark Roe) 25 f.
 Portfolio-Primacy-Konzept 425 ff., 585 ff.
 Preußisches Aktiengesetz von 1843 71 ff.
 Principal-Agent-Verhältnis 324 f., 552 ff.
 Private Ordering 339 f., 363 f., 478 ff.
 Property-Rights-Theorien 323 ff.
 Proxy Fight 512, 514 ff., 553, 566, 570, 583, 597, 606, 621, 643, 652, 656
- Quality of Law / Rechtsqualität 21 ff.
- Ratifikation (Shareholder Ratification) 363 f.
 Real-Entity-Theory 296 ff., 300 ff., 303 f.
 Rechtsfähigkeit 91 f., 97 ff., 109, 113 f., 281, 369, 605, 640
 Rechtsfortbildung 40 ff., 48 ff.
 Rechtsrealismus → Legal Realism
 Rechtsetzung 56 ff., 59 ff.
 Rechtsprechung
 – Rolle und Rollenverständnis in Deutschland 38 ff.
 – Rolle und Rollenverständnis in den USA/Delaware 48 ff.
 Rechtsvergleich 1, 33, 46, 68, 104, 154, 169, 220, 261, 295, 311, 336, 364, 399, 448, 483, 503, 528, 591 f., 638, 654
 Residualanspruch / Residualgläubiger 325 f., 327 ff., 420 ff.
 Revlon 10, 342, 349, 364, 400, 409, 414, 416 ff., 426, 430 f., 447, 449, 504, 513 f., 517, 597
 Renditeerwartung (required return) → CAPM; → Net-Present-Value-Methode.
 Roe, Mark 25 f.
 Romantik 3, 91, 103 ff., 282
- Satzung der Aktiengesellschaft 99, 114 f., 118, 120, 122 f., 258 f., 339 f.
 Savigny 90 ff.
 Shareholder Democracy 310 f., 615 f.
 Shareholder Meeting 385, 443 f.
 Shareholder Primacy 20, 411 ff., 414 ff., 417 ff., 419 ff., 425 ff., 504 ff., 507 ff.
 Shareholder-Value-Maximization-Doktrin 327 ff., 420 ff., 583 ff., 589 f.
 Shareholder-Welfare-Konzept (Hart/Zingales) 583 ff.
 Single-Firm-Owner-Model 425 ff., 585 ff.
- Sonderprüfer/Sonderprüfung 179, 192, 556, 630
 Sozietätslehre 92 ff.
 Spruchverfahren 240, 242 f., 534 f.
 Standard of Conduct 360 f., 418, 425, 428 ff.
 Standard of Review 360 ff., 400 ff., 420 f.
 Stakeholder 4, 12, 33, 67, 84, 125, 169, 209, 246, 275 f., 327, 351, 386 f., 419 ff., 441 f., 494, 498, 549, 583, 603, 608, 643
 Standards of Review (Delaware) 361 ff., 414 ff., 429 f., 470 ff.
 Stewardship 12, 35, 67, 142, 171, 236, 257, 336, 514 ff., 553, 566, 570, 583, 597, 606, 621, 643, 652, 656
 Stimmrechtsausübung 552 ff., 568 ff.
 Squeeze-out 54, 87 f., 237–240, 242, 246, 269, 341 f., 470 ff.
- Takeover-Ära 336 f., 414 ff.
 Team-Production-Theorie 347 f.
 Transaktionskosten 321 ff., 339 f.
 Transaktionsstrukturierung 331 ff., 341 f., 363 f.
 Treuepflicht (Deutschland)
 – Organ-Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft 258 f., 575 ff.
 – Geltungsgrund 247 f.
 – Wirkrichtung 249 f.
 – Pflichtenadressaten 250
 – dogmatische Einordnung 251 f.
 – Inhalt 252 ff.
 – Treuepflichten in der Krise 166, 575 ff.
 – horizontale 4, 103, 142, 149, 214 ff., 223 ff., 233, 247 ff., 252 ff., 524 ff., 537 ff., 594,
 Treuepflicht (Delaware) → Fiduciary Duties → Duty of Loyalty.
 Trust Law 407 ff., 439 ff.
- Übernahmerecht (WpÜG) 166 f., 187 f.
 Ultra-Vires-Lehre 407 ff., 410 f.
 Umwandlungsverträge / Mergers and Consolidations 497 ff., 501 ff.
 Unocal 414 ff.
 Unternehmen an sich 171 f., 258 f.
 Unternehmensinteresse 164 f., 168 ff., 187 f., 504 ff., 507 ff., 575 ff., 583 ff., 589 f.
 Unternehmensgruppe / Konzern 166
 Unternehmensverträge 133 ff.
 Utilitarismus 47

- Varieties of Capitalism (VoC) 28 ff., 588 f.
- Verband
- Begriff 107 f.
 - korporativer 3, 108 ff.
 - Vor-AG als korporativer Verband 111 f.
 - Abgrenzung zur juristischen Person 113
- Verbandsrecht(slehre)
- Entwicklung der deutschen Verbandsrechtsdogmatik 96 ff.
 - Rechtspolitische Komponente 97 f.
 - Rechtsdogmatische Grundlagen 98 ff.
 - Geistesgeschichtliche Einbettung 103 f.
 - Einfluss auf deutsche Aktienrechtsentwicklung 104 f.
 - Einfluss auf Real-Entity-Konzeptionen in den USA 296 ff.
- Verbandszweck 99 ff., 105 f., 145 ff., 161 ff., 167 f., 258 f., 504 ff.
- Verfassungsrechtliche Rahmung 229 f.
- Vergütungsstrukturen 333 f.
- Verschmelzung 83, 135, 236, 239, 460, 501, 532
- Vertragsfreiheit 4, 52, 64, 73, 92, 125, 169, 209, 246, 275 f., 327, 351, 386 f., 441 f., 494, 497, 540, 582, 603, 608, 657
- Vor-AG 111 f.
- Vorstand 42, 84, 119, 154, 169, 180, 226, 261, 311, 348, 401, 430, 489, 519, 549, 583, 610, 634, 656
- Wandel der Eigentümerstrukturen 557 ff.
- Weinberger 363, 460 f., 468, 536
- Wertpapiermärkte → Kapitalmärkte.
- Wettbewerb der Rechtsordnungen (regulatory competition) 59, 64, 265, 368
- Williamson 5, 263, 322 f., 325, 346, 352, 611, 657
- Ziel der Gesellschaft → Corporate Purpose; → Verbandszweck / Gesellschaftsinteresse / Unternehmensinteresse.
- Zielfunktion der Corporation 263, 317, 326 f., 331, 583
- Zweck der Gesellschaft → Corporate Purpose / Verbandszweck.