



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT  
HEIDELBERG  
ZUKUNFT  
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

**„Gesetzliche und satzungsmäßige Investitions- und  
Übernahmehindernisse  
Zum Einwirkungspotential der Kapitalverkehrs- und  
Niederlassungsfreiheit auf die Organisationsverfassung der  
Aktiengesellschaft“**

Dissertation vorgelegt von Hilmar Hütten

Erstgutachter: Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter-Christian Müller-Graff

Zweitgutachter: Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter Hommelhoff

Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

# **Gesetzliche und satzungsmäßige Investitions- und Übernahmehindernisse**

Zum Einwirkungspotential der  
Kapitalverkehrs- und Niederlassungsfreiheit  
auf die Organisationsverfassung der Aktiengesellschaft

**Inauguraldissertation**

**zur Erlangung der Doktorwürde  
der Juristischen Fakultät der  
Ruprecht-Karls Universität Heidelberg**

vorgelegt von

**Hilmar Hütten, LL.M. (LSE)  
Rechtsanwalt aus Düsseldorf  
2015**

**Berichterstatter: Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter-Christian Müller-Graff  
Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter Hommelhoff**

## Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse<sup>1</sup>

### **A. Die Unternehmensbeteiligung im Anwendungsbereich der Kapitalverkehrs- und Niederlassungsfreiheit<sup>2</sup>**

Der grenzüberschreitende Erwerb von Unternehmensbeteiligungen unterfällt als eine Form des Kapitalverkehrs dem Schutz der Kapitalverkehrsfreiheit gem. Art. 63 Abs. 1 AEUV.<sup>3</sup> Erfasst sind sowohl Portfolioinvestitionen, d.h. Investitionen mit reinem Anlagecharakter, als auch Direktinvestitionen, d.h. Investitionen unternehmerischen Umfangs. Eine Investition hat unternehmerischen Umfang, wenn sie den Aktionär dazu befähigt, wichtige unternehmerische Entscheidungen der Gesellschaft zu verhindern. Wie Portfolioinvestitionen sind Direktinvestitionen allerdings nur *als Kapitalbeteiligungen* von der Kapitalverkehrsfreiheit geschützt. Gewährleistet werden der Erwerb, das Halten oder die Veräußerung einer Investition unternehmerischen Umfangs sowie die Erwirtschaftung eines Kapitalertrags. Demgegenüber unterfällt die von einer Direktinvestition ausgehende *unternehmerische Einflussmacht* – obgleich sie die Direktinvestition als solche qualifiziert – nicht selbst dem Schutz der Kapitalverkehrsfreiheit. Nur weil sich Beeinträchtigungen der unternehmerischen Einflussnahme auch negativ auf die grenzüberschreitende Kapitalinvestition als solche auswirken können, ist die Kapitalverkehrsfreiheit in diesen Fällen ebenfalls zur Anwendung berufen.<sup>4</sup>

Da Direktinvestitionen dazu befähigen, wichtige unternehmerische Entscheidungen der Gesellschaft zu verhindern, d.h. negative Kontrolle auszuüben, stellen sie zugleich eine Form der Niederlassung in Sicht von Art. 49 AEUV dar.<sup>5</sup> Anders als die Kapitalverkehrsfreiheit schützt die Niederlassungsfreiheit insbesondere die *unternehmerischen Einflussmöglichkeiten*. Der EuGH ist zurückhaltend, Direktinvestitionen uneingeschränkt als Form der Niederlassung zu qualifizieren. Für eine Niederlassung verlangt er einen „*sicheren Einfluss*“ auf die Gesellschaftsentscheidungen. Bei *Minderheitsbeteiligungen* (z.B. in Höhe einer Sperrminorität) hat er einen solchen Einfluss bislang nur im Einzelfall bejaht.<sup>6</sup>

Jedenfalls bei *Mehrheitsbeteiligungen* geht der EuGH im Grundsatz von einer *tatbestandlichen* Parallelität von Niederlassungs- und Kapitalverkehrsfreiheit aus. Im Bereich

---

<sup>1</sup> Diese Arbeit wird im Nomos Verlag, Baden-Baden, in der Reihe „Heidelberger Schriften zum Wirtschaftsrecht und Europarecht“ veröffentlicht.

<sup>2</sup> Kapitel 2, § 3.

<sup>3</sup> Kapitel 2, § 3 A. I.

<sup>4</sup> Kapitel 2, § 3 A V.

<sup>5</sup> Kapitel 2, § 3 B. I.

<sup>6</sup> Kapitel 2, § 3 B. I. 3.

des Steuerrechts löst er das Konkurrenzverhältnis beider Freiheiten nach dem *Gegenstand* der verfahrensgegenständlichen nationalen Regelung. Bezieht sich die nationale Regelung *ausschließlich* auf Beteiligungen, die einen *sicheren Einfluss* auf die Gesellschaft gewähren – vor allem Mehrheitsbeteiligungen –, nimmt er einen *Vorrang der Niederlassungsfreiheit* an und geht von einer *Sperrwirkung* zu Lasten der Kapitalverkehrsfreiheit. Dies hat weitreichende Folgen für unternehmerische Beteiligungen aus Drittstaaten, die damit weder dem Schutz der Niederlassungs- noch der Kapitalverkehrsfreiheit unterliegen.<sup>7</sup>

Nach der hier vertretenen Ansicht fehlt für ein solches Vorrangverhältnis jede normative Grundlage. Zudem steht es im Widerspruch zu hergebrachten unionsrechtlichen Grundsätzen. Einer Kapitalbeteiligung gerade dann den kapitalverkehrsrechtlichen Schutz zu versagen, wenn sie größeren Umfangs ist, lässt sich nicht widerspruchsfrei begründen. Die vom EuGH zu Grunde gelegte Schwerpunkt Betrachtung führt zu unstimmgigen Ergebnissen und entbehrt subsumtionsfähiger Kriterien. *Mehrheitsbeteiligungen* bzw. *Direktinvestitionen* genießen den gleichrangigen Schutz von *Niederlassungs- und Kapitalverkehrsfreiheit*, auch wenn der Schutzzumfang beider Freiheiten – insbesondere in Bezug auf den Schutz *unternehmerischer Einflussmöglichkeiten* – unterschiedlich ausfällt.<sup>8</sup>

In der Rechtsprechung zu Goldenen Aktien geht der EuGH ebenfalls von einer parallelen Anwendbarkeit beider Freiheiten aus. Allerdings beschränkt er sich auf eine ausführliche Prüfung der *Kapitalverkehrsfreiheit*. Anders als in der Steuerrechtsprechung ist damit keine tatbestandliche Vorrangigkeit der Kapitalverkehrsfreiheit ausgesprochen. Vielmehr handelt es sich um eine *prozessökonomische* Vorgehensweise. Die parallele Anwendbarkeit von Niederlassungs- und Kapitalverkehrsfreiheit ist in diesen Fällen nicht tatbestandlich, sondern bereits aus dem Gegenstand der nationalen Regelung, d.h. *normativ* bedingt. In jüngeren Entscheidungen deutet der EuGH demgegenüber eine Annäherung an die steuerrechtlich geprägte Rechtsprechung und eine Bevorzugung der Niederlassungsfreiheit an, die gewisse Verwerfungen mit sich bringt. Hier ist die weitere Entwicklung abzuwarten.<sup>9</sup>

## **B. Die Reichweite des Beschränkungsverbots: Marktzugangsgewährleistung<sup>10</sup>**

Die Reichweite des Beschränkungsverbots richtet sich nach dem Normzweck der Grundfreiheiten, grenzüberschreitenden Wirtschaftsverkehr von allen Hindernissen zu befreien, die einen spezifischen Zusammenhang zum Grenzübertritt aufweisen. Über die

---

<sup>7</sup> Kapitel 2, § 3 C. III. 1. b.

<sup>8</sup> Kapitel 2, § 3 C. III. 3.

<sup>9</sup> Kapitel 2, § 3 C. III. 1. c.

<sup>10</sup> Kapitel 2, § 4.

Gewährleistung rechtlicher und faktischer Marktgleichheit (Marktneutralität) hinaus, sollen die Grundfreiheiten den *Zugang zum Markt* der Mitgliedstaaten ermöglichen. Dies hat der EuGH durch seine *Keck*-Rechtsprechung hervorgehoben.<sup>11</sup> Vom allgemeinen Aktienrecht abweichende Gestaltungen der gesellschaftlichen Organisationsverfassung wirken sich rechtlich und faktisch in gleicher Weise auf inländische wie grenzüberschreitende Investitionen aus. Entscheidend ist damit die Reichweite der Marktzugangsgewährleistung. Sie erfasst jede *rechtliche* und *wirkungsäquivalente, faktische Versperrung* des Marktzugangs, nicht jedoch bloße Beschränkungen, die hinter einer Marktzugangssperre zurückbleiben.<sup>12</sup> Der von Niederlassungs- und Kapitalverkehrsfreiheit gewährleistete Marktzugang ist unterschiedlicher Art. Die Kapitalverkehrsfreiheit gewährt den grenzüberschreitenden Zugang zu einer Kapitalbeteiligung sowie zu einem aus der Kapitalbeteiligung fließenden Kapitalertrag.<sup>13</sup> Die Niederlassungsfreiheit eröffnet den grenzüberschreitenden Zugang zu einer kontrollbegründenden Unternehmensbeteiligung, also den *Zugang zur Unternehmenskontrolle*.<sup>14</sup>

### **C. Die Reichweite der Kapitalverkehrs- und Niederlassungsfreiheit im Hinblick auf die gesetzlich ausgestaltete Organisationsverfassung der Gesellschaft<sup>15</sup>**

#### **I. Der nationale (Privatrechts-)Gesetzgeber als Adressat des Marktzugangsgebots<sup>16</sup>**

Gebunden an eine derart konkretisierte Marktzugangsgewährleistung sind jedenfalls die *Mitgliedstaaten*, wenn sie sich ihrer *einseitigen, hoheitlichen Regelungsgewalt* bedienen. Mitgliedstaatliche Privatisierungsgesetze, die die Organisationsverfassung einer Gesellschaft in Abweichung zum allgemeinen nationalen Gesellschaftsrecht gestalten, unterliegen als mitgliedstaatliche Maßnahmen der Grundfreiheitskontrolle. Gleiches gilt für das allgemeine, konfigurierende Gesellschaftsrecht selbst.<sup>17</sup>

#### **II. Begrenzte Beschränkungseignung des allgemeinen Gesellschaftsrechts**

Allgemeine gesellschaftsrechtliche Normen zur Ausgestaltung der gesellschaftlichen Organisationsverfassung werden jedoch oftmals nicht die notwendige Eignung zur Marktzugangsversperrung aufweisen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass das Unionsrecht keinen Maßstab dafür bereithält, wie beispielsweise der Marktzugang zur

---

<sup>11</sup> Kapitel 2, § 4 B. II.

<sup>12</sup> Kapitel 2, § 4 B. III. 2.

<sup>13</sup> Kapitel 2, § 4 B. III. 1. a.

<sup>14</sup> Kapitel 2, § 4 B. III. 1. b.

<sup>15</sup> Kapitel 3.

<sup>16</sup> Kapitel 3, § 5.

<sup>17</sup> Kapitel 3, § 5 A.

Unternehmenskontrolle auszugestalten ist. Ein unionsrechtliches Proportionalitätsprinzip, dass der Umfang an Einflussmacht dem Umfang der Kapitalbeteiligung entsprechen muss, gibt es entgegen vieler anderslautender Bekundungen im Schrifttum nicht. Bei genauer Betrachtung liegt auch der Rechtsprechung des EuGH kein solches Verständnis zu Grunde. Es ist grundsätzlich Aufgabe des mitgliedstaatlichen Gesetzgebers die Organisationsverfassung der Aktiengesellschaft, insbesondere die Unternehmenskontrolle, durch allgemeines, nicht diskriminierendes Gesellschaftsrecht auszugestalten. Niederlassungsfreiheit und Kapitalverkehrsfreiheit greifen erst dann, wenn ein Mitgliedstaat in Abweichung von seinen eigenen gesellschaftsrechtlichen Vorgaben die gesellschaftliche Organisationsverfassung in marktzugangsversperrender Weise ausgestaltet.<sup>18</sup>

### **III. Die Beschränkungswirkung einzelner *gesetzlicher* Investitionshindernisse**

Gesetzliche Anteilserwerbsverbote, Anteilserwerbsgrenzen oder Genehmigungsvorbehalte versperren den von der Kapitalverkehrsfreiheit gewährleisteten *Marktzugang zur Unternehmensbeteiligung* rechtlich unmittelbar. Die Niederlassungsfreiheit ist in derselben Weise parallel und gleichberechtigt betroffen, wenn Beteiligungen unternehmerischen Umfangs verhindert werden. Für eine Marktzugangsversperrung ist es ausreichend, wenn ein Investor daran gehindert wird, sich an einer spezifischen Gesellschaft zu beteiligen. Bei Genehmigungsvorbehalten ist allein maßgeblich, dass die Entscheidungsgewalt über den Marktzutritt einer anderen Instanz überlassen wird als den beiden unmittelbar an der Anteilsübertragung beteiligten Grundfreiheitsberechtigten. Ob die entscheidungsbefugte Instanz ein staatlicher oder privater Akteur ist, ist nicht entscheidend. Selbst wenn die Entscheidung in Abweichung zum aktienrechtlichen Leitbild der freien Übertragbarkeit der Anteile gesetzlich zwingend in die Hand des Vorstands oder der Hauptversammlung gegeben wird, stellt dies eine Marktzugangsversperrung dar. Es kommt nicht auf den Inhaber, sondern auf den Urheber eines Sonderrechts an.<sup>19</sup>

Die gesellschaftsinterne Willensbildung kann in vielfacher Hinsicht beeinträchtigt werden. Zu nennen sind Stimmrechtsbegrenzungen, die Modifikation von Mehrheitserfordernissen, Zustimmungsvorbehalte zu wichtigen Gesellschaftsentscheidungen oder Entsenderechte. Derartige Instrumente, versperren den *Marktzugang zur Unternehmenskontrolle* unmittelbar in rechtlicher Hinsicht und beschränken daher die Niederlassungsfreiheit, wenn sie die unternehmerischen Einflussmöglichkeiten in Abweichung zum allgemeinen

---

<sup>18</sup> Kapitel 3, § 5 B.

<sup>19</sup> Kapitel 3, § 6.

Gesellschaftsrecht ausgestalten.<sup>20</sup> Die Kapitalverkehrsfreiheit ist demgegenüber nicht unmittelbar betroffen, sondern nur insoweit, als sich die genannten Beeinträchtigungen mittelbar, d.h. faktisch prohibitiv, auf die Kapitalinvestition auswirken. Eine faktisch prohibitive Wirkung ist jedoch nur in Bezug auf *Direktinvestoren* zu bejahen. Ihnen geht es bei ihrer Investition entscheidend um unternehmerische Kontrolle.<sup>21</sup> Anders verhält es sich bei *Portfolioinvestoren*. Sie haben bereits per Definition kein Interesse an unternehmerischem Einfluss. Unter Corporate Governance-Gesichtspunkten mögen sich Beeinträchtigungen der gesellschaftsinternen Willensbildung zwar renditemindernd auswirken. So nimmt der EuGH regelmäßig eine Kapitalverkehrsbeschränkung von Direkt- und Portfolioinvestoren an. Nach der hier vertretenen Ansicht ist ein renditemindernder Effekt für die Annahme einer faktisch prohibitiven Wirkung jedoch nicht ausreichend, wenn man das kapitalverkehrsrechtliche Beschränkungsverbot normzweckkonform eingrenzen möchte.<sup>22</sup>

#### **IV. Die Rechtfertigung von *gesetzlichen* Investitionshindernissen<sup>23</sup>**

Gesetzlich zwingende Modifikationen der Organisationsverfassung einer Gesellschaft können aus Gründen der öffentlichen Sicherheit, aus zwingenden Gründen des Allgemeininteresses oder unter den Voraussetzungen des Art. 106 Abs. 2 AEUV gerechtfertigt sein. Voraussetzung ist, dass die Gesellschaft Aufgaben *mit besonderem Allgemeinwohlcharakter* wahrnimmt. Die Sondergestaltungen müssen einer strengen Verhältnismäßigkeitskontrolle standhalten. Anteilserbetsverbote, Anteilserbetsgrenzen oder Genehmigungsvorbehalte erweisen sich regelmäßig als ungeeignet bzw. nicht erforderlich.<sup>24</sup>

Gesetzlich zwingende Modifikationen der Organisationsverfassung von Unternehmen *ohne besonderen Allgemeinwohlbezug* können prinzipiell aus zwingenden Gründen des Allgemeininteresses wie dem Arbeitnehmer-, Minderheiten-, Gläubiger- oder Verbraucherschutz gerechtfertigt werden. Allerdings hat ein Mitgliedstaat darzulegen, warum eine über die Schutzvorkehrung des allgemeinen Gesellschaftsrechts *hinausgehende Sondergestaltung* für das betreffende Unternehmen angesichts der damit verbundenen Grundfreiheitsbeschränkung überhaupt erforderlich ist. An dieser Stelle wird die Rechtfertigung im Regelfall scheitern.<sup>25</sup>

---

<sup>20</sup> Kapitel 3, § 8 B. I.

<sup>21</sup> Kapitel 3, § 8 B. II. 1.

<sup>22</sup> Kapitel 3, § 8 B. II. 2.

<sup>23</sup> Kapitel 3, § 9.

<sup>24</sup> Kapitel 3, § 9 B.

<sup>25</sup> Kapitel 3, § 9 C.

## **D. Die Verantwortung der Mitgliedstaaten für satzungsmäßige Investitions- und Übernahmehindernisse**

Wird die Organisationsverfassung der Gesellschaft nicht durch zwingendes Gesetzesrecht, sondern durch *Satzungsregelungen* in Abweichung zum gesetzlichen Leitbild investitions hindernd ausgestaltet, bestehen verschiedene Anknüpfungspunkte für eine Verantwortung *der Mitgliedstaaten* als Adressaten der Grundfreiheiten.

### **I. Der Mitgliedstaat als Aktionär der Gesellschaft<sup>26</sup>**

Ein Mitgliedstaat entgeht der Grundfreiheitsbindung nicht dadurch, dass er sich Handlungsformen des Privatrechts bedient. Vielmehr sind die Satzungsregelungen dem staatlichen Aktionär unter bestimmten Voraussetzungen zuzurechnen. Eine Zurechnung ist bereits dann zu bejahen, wenn ein staatlicher Minderheitsaktionär in entscheidungserheblicher Weise am Beschluss zur Einführung der Satzungsregelung beteiligt war. Gleiches gilt, wenn er es pflichtwidrig unterlassen hat, seine Stimmrechte einzusetzen, um die Einführung investitions hindernder Satzungsregelungen zu verhindern. Nur wenn die staatliche Beteiligung von so geringem Umfang ist, dass der Staat keinen entscheidungsrelevanten Einfluss auf die Beschlussfassung nehmen kann, ist er von jeglicher Verantwortung frei.<sup>27</sup>

### **II. Gesetzlich eingeräumte, satzungsmäßige Gestaltungsbefugnisse und mitgliedstaatliche Schutzverpflichtung<sup>28</sup>**

Ein Mitgliedstaat kann auch für Satzungsregelungen einer Gesellschaft mit vollständig privatem Aktionärskreis grundfreiheitlich verantwortlich sein. Dies ist zum einen der Fall, wenn das nationale Gesellschaftsrecht eine ausdrückliche Befugnis zur Einführung von investitions hindernden Satzungsregelungen vorsieht, der Mitgliedstaat also erst die gesetzlichen Voraussetzungen für derartige Satzungsregelungen schafft. Dass die Ausnutzung der Gestaltungsbefugnis auf den freien Willen der privaten Aktionäre zurückgeht, ist unschädlich. Der Mitgliedstaat hat für die gesetzlich bereitgestellten Instrumente genauso einzustehen wie für die privatautonomen Satzungsregelungen, die unter ihrer Ausnutzung zu Stande kommen. Im deutschen Aktienrecht gelten diese Grundsätze beispielsweise für die Möglichkeit zur Einführung einer Anteilsvinkulierung gem. § 68 Abs. 2 AktG oder von Entsenderechten gem. § 101 Abs. 2 AktG.<sup>29</sup> Selbst wenn das nationale Gesellschaftsrecht

---

<sup>26</sup> Kapitel 4, § 10.

<sup>27</sup> Kapitel 4, § 10 D.

<sup>28</sup> Kapitel 4, § 11.

<sup>29</sup> Kapitel 4, § 11 B, C.

keine derartigen Gestaltungsbefugnisse vorsieht, kann sich eine mitgliedstaatliche Verantwortung zum anderen aus einer grundfreiheitlichen Schutzverpflichtung ergeben (*mittelbare Drittwirkung*). Ein Mitgliedstaat darf es nicht tatenlos geschehen lassen, wenn gesellschaftliche Satzungsautonomie von privaten Aktionären in marktzugangsversperrender Weise zu Lasten anderer Privater instrumentalisiert wird.<sup>30</sup>

#### **E. Die Verantwortung des *privaten Satzungsgebers* für *satzungsmäßige Investitions- und Übernahmehindernisse*<sup>31</sup>**

Neben den Mitgliedstaaten ist auch der *gesellschaftliche Satzungsgeber* unmittelbar an die Grundfreiheiten gebunden (*unmittelbare Drittwirkung*). Dies hat eine Analyse der Drittwirkungsrechtsprechung ergeben und konnte auch unter Auslegungsgesichtspunkten bestätigt werden. Die Binnenmarktfinalität der Grundfreiheiten erfordert es, nicht nur mitgliedstaatliche, sondern auch private Hindernisse für den grenzüberschreitenden Wirtschaftsverkehr einer Grundfreiheitskontrolle zu unterziehen. Anders als oftmals eingewendet, wird dadurch die Privatautonomie der Grundfreiheitsgebundenen nicht in einer Weise eingeschränkt, die dem Normzweck der Grundfreiheiten zuwiderliefe. Denn *freiverkehrsfreundlich* ausgeübte Privatautonomie widerspricht dem Normzweck der Grundfreiheiten und wird allenfalls von den Grundrechten geschützt.

#### **F. Die spezifische Beschränkungswirkung von Satzungsregelungen<sup>32</sup>**

##### **I. Die Beschränkungswirkung *privatautonomer Satzungsregelungen*<sup>33</sup>**

Investitionshindernde Satzungsgestaltungen, die durch den übereinstimmenden Willen *aller betroffenen*, privaten Aktionäre eingeführt werden, fehlt es an der notwendigen einseitig zwingenden Wirkung und Freiverkehrsfreundlichkeit. Sie stellen weder eine Beschränkung der Kapitalverkehrs- noch der Niederlassungsfreiheit dar. Dies konnte am Beispiel der Anteilsvinkulierung gem. §§ 68 Abs. 2; 180 Abs. 2 AktG gezeigt werden. Es ist nicht Aufgabe der Grundfreiheiten die Marktteilnehmer von den möglicherweise negativen Konsequenzen der eigenen privatautonomen Disposition zu schützen. *Potentielle Erwerbsinteressenten* müssen die privatautonome Beschränkung der Marktgegenseite

---

<sup>30</sup> Kapitel 4, § 11 B, C.

<sup>31</sup> Kapitel 4, § 12.

<sup>32</sup> Kapitel 4, § 13

<sup>33</sup> Kapitel 4, § 13 A.

akzeptieren. Später in die Gesellschaft *eintretende Aktionäre* unterwerfen sich freiwillig den geltenden Satzungsregelungen.<sup>34</sup>

In Bezug auf die in Aktiengesellschaften weit gebräuchlicheren (qualifizierten) *Mehrheitsbeschlüsse* ist zwischen der Niederlassungsfreiheit und der Kapitalverkehrsfreiheit zu unterscheiden. Satzungsregelungen, die auf einer (qualifizierten) Beschlussmehrheit beruhen, sind *unabhängig von ihrem Gegenstand* nicht geeignet die *Niederlassungsfreiheit* zu beschränken.<sup>35</sup> Sie sind lediglich geeignet, in *einseitig zwingender Weise* in die *kapitalverkehrsrechtlich* geschützte Stellung von *Minderheitsaktionären* einzugreifen, da Mehrheitsbeschlüsse gegen den Willen der Aktionärsminderheit gefasst werden können.<sup>36</sup>

Für die Annahme einer *Kapitalverkehrsbeschränkung* der Minderheitsaktionäre kommt es jedoch entscheidend auf den *Gegenstand* der Satzungsregelung an. Die Kapitalverkehrsfreiheit schützt die hier einzig betroffenen *Portfolioinvestoren* vor einer Versperrung des Zugangs zum *Markt für Unternehmensbeteiligungen*. Eine *mehrheitlich* beschlossene Anteilsvinkulierung, die die Minderheit von einer ungehinderten Veräußerung ihrer Anteile abhält, greift demgemäß in die Kapitalverkehrsfreiheit ein. Entsprechendes gilt für sonstige unmittelbare Eingriffe in die Kapitalbeteiligung der Minderheit wie beispielsweise eine mehrheitlich beschlossene Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluss.<sup>37</sup> Entsenderechte und sonstige Satzungsregelungen, die die *unternehmerischen Einflussmöglichkeiten* einschränken, berühren die Kapitalinvestition demgegenüber nur mittelbar. Eine faktisch prohibitive Wirkung auf die Kapitalinvestition ist nach der hier vertretenen Ansicht abzulehnen, da *Portfolioinvestoren* ohnehin nicht an einer unternehmerischen Einflussnahme interessiert sind und ein potentiell renditemindernder Effekt nicht ausreicht.<sup>38</sup>

## **II. Konsequenzen für die *mitgliedstaatliche* Ermöglichung *privatautonomer* Satzungsregelungen<sup>39</sup>**

Die nur begrenzte Beschränkungswirkung *privatautonomer* Satzungsregelungen hat Konsequenzen für den Umfang *mitgliedstaatlicher* Verantwortung. Erlauben Mitgliedstaaten der Hauptversammlung per Satzungsregelung Modifikationen an der gesellschaftlichen Organisationsverfassung vorzunehmen, ist dies grundfreiheitlich unbedenklich, wenn *alle*

---

<sup>34</sup> Kapitel 4, § 13 A. III. 1.

<sup>35</sup> Kapitel 4, § 13 A. III. 2. c (Vinkulierung) sowie § 13 A. IV. 1 (Entsenderechte).

<sup>36</sup> Kapitel 4, § 13 A. III. 2. b (Vinkulierung) sowie § 13 A. IV. 2 (Entsenderechte).

<sup>37</sup> Kapitel 4, § 13 A. III. 2. b.

<sup>38</sup> Kapitel 4, § 13 A. IV. 2.

<sup>39</sup> Kapitel 4, § 13 B.

*betroffenen* Aktionäre der Modifikation zustimmen müssen. Die in §§ 68 Abs. 2; 180 Abs. 2 AktG enthaltene Gestaltungsbefugnis zur satzungsmäßigen Einführung einer Anteilsvinkulierung ist somit grundfreiheitskonform. Kann die Modifikation aber bereits durch einen *Mehrheitsbeschluss* gegen den Willen der Aktionärsminderheit vorgenommen werden, hat der Mitgliedstaat den damit ermöglichten, einseitig zwingenden Eingriff in die *Kapitalverkehrsfreiheit der Minderheit* zu rechtfertigen. Eine kapitalverkehrsrelevante Beschränkung liegt jedoch nur vor, wenn in marktzugangsversperrender Weise in die Kapitalinvestition der Minderheitsaktionäre *als Portfolioinvestoren* eingegriffen wird. Dies ist nicht der Fall, wenn die statutarischen Modifikationsmöglichkeiten die gesellschaftsinternen Einflussmöglichkeiten betreffen. Die in § 101 Abs. 2 AktG enthaltene Gestaltungsbefugnis zur Einführung eines Entsenderechts ist daher ebenfalls grundfreiheitskonform.

### **III. Die Beschränkungswirkung von Satzungsregelungen unter *staatlicher Beteiligung*<sup>40</sup>**

Satzungsregelungen, *die ein staatlicher Aktionär veranlasst*, sind indessen anders zu beurteilen. Für sie gilt die lediglich begrenzte Beschränkungswirkung privatautonomer Satzungsregelungen nicht.

Ein staatlicher Aktionär beschränkt die Aktionärsminderheit in ihrer *Kapitalverkehrsfreiheit*, wenn er Satzungsbeschlüsse fasst, die gegen den Willen der Betroffenen in ihre kapitalverkehrsrechtlich verbürgten Rechte eingreifen. Insofern ergeben sich keine Besonderheiten im Vergleich zu privatautonomer Satzungsregelungen.

Anders als ein privater kann ein *staatlicher Aktionär* darüber hinaus aber auch die *Niederlassungsfreiheit* des Kontrollinhabers und potentieller Kontrollinteressenten beschränken. Dies ist der Fall, wenn er trotz Aufgabe seiner satzungsändernden Kontrollmehrheit die Satzung nicht von kontrollbeschränkenden Gestaltungen befreit, so dass eine dann möglich werdende Kontrolltransaktion an den Satzungshindernissen scheitern kann. Allgemeiner formuliert: Der staatliche Aktionär hat bei einer Verringerung seines Kapitalanteils stets eine Satzung zu hinterlassen, die in Bezug auf die kontrollrelevanten Regelungen und die ihm zustehende Einflussmacht dem gesellschaftsrechtlichen Leitbild entspricht. Dem staatlichen Aktionär darf keine Stellung erhalten bleiben, die ihm das allgemeine Gesellschaftsrecht eigentlich aberkennen würde. Der Staat kann dagegen nicht

---

<sup>40</sup> Kapitel 4, § 13 C.

einwenden, die ihm nachfolgenden privaten Aktionäre hätten die beschränkenden Satzungsregelungen durch ihre privatautonome Beitrittsentscheidung akzeptiert.<sup>41</sup>

Das Gleiche gilt, wenn der staatliche Aktionär kontrollbeschränkende Satzungsgestaltungen zusammen mit privaten Aktionären einführt. Es ist bereits zweifelhaft, ob der Staat den privaten Aktionären ihre privatautonome Zustimmung zum Satzungsbeschluss entgegenhalten kann, wenn sich die gleichen Aktionäre zu einem späteren Zeitpunkt zur Veräußerung ihrer Anteile entscheiden. Zumindest aber kann sich der staatliche Minderheitsaktionär gegenüber den potentiellen Erwerbern der dann möglicherweise freiwerdenden Kontrollbeteiligung nicht darauf berufen, dass diese die beschränkende Regelung durch ihren Beitritt privatautonom akzeptiert hätten.<sup>42</sup>

Gerade in der fehlenden Möglichkeit, sich auf die privatautonome Zustimmung der beschränkten Privaten zu berufen, liegt der entscheidende Unterschied zwischen privaten und staatlichen Urhebern einer beschränkenden Satzungsregelung. *Statutarische* Beschränkungen der Niederlassungs- und Kapitalverkehrsfreiheit, die von einem *staatlichen Aktionär* veranlasst werden, kann der Staat aber nach denselben Grundsätzen rechtfertigen wie im Falle *gesetzlicher* Investitions- und Übernahmehindernisse.

### **G. Die Rechtfertigung *satzungsautonom* Investitionshindernisse<sup>43</sup>**

Sowohl die Mitgliedstaaten als auch die grundfreiheitsverpflichtete Hauptversammlung haben die Möglichkeit, die von *privatautonom* Satzungsregelungen ausgehende Kapitalverkehrsbeschränkung *der Minderheitsaktionäre* zu rechtfertigen.

Räumt ein Mitgliedstaat der *Aktionärsmehrheit* satzungsmäßige Gestaltungsbefugnisse ein, kann er dies mit der Gewährleistung grundrechtlich garantierter Satzungs- und Organisationsautonomie rechtfertigen. Ein Mehrheitsbeschluss ist erforderlich, um der Gesellschaft Satzungsautonomie in Fragen der eigenen Organisationsverfassung unabhängig vom Individualinteresse des Einzelaktionärs zu gewähren. Den Mitgliedstaaten steht ein großzügiger Beurteilungsspielraum zu, wenn es um den Ausgleich widerstreitender, privater Interessen innerhalb der Gesellschaft geht. Selbst unter der Annahme, dass die Regelungen der §§ 68 Abs. 2; 101 Abs. 2 AktG die Kapitalverkehrsfreiheit von Minderheitsaktionären beschränkten, wären sie rechtfertigungsfähig.<sup>44</sup>

---

<sup>41</sup> Kapitel 4, § 13 C. I.

<sup>42</sup> Kapitel 4, § 13 C. II.

<sup>43</sup> Kapitel 4, § 14.

<sup>44</sup> Kapitel 4, § 14 A.

Nimmt die Hauptversammlung eine satzungsmäßige Modifikation ihrer Organisationsverfassung durch *Mehrheitsbeschluss* vor, kann sie sich zur Rechtfertigung auf sachliche Erwägungen, insbesondere auf die Ausübung gesellschaftlicher Satzungs- und Organisationsautonomie berufen. Der konkrete Zweck der Satzungsregelung muss im Unternehmensinteresse liegen, wobei der beschlusstragenden Aktionärsmehrheit diesbezüglich ein weiter Beurteilungsspielraum zukommt. Solange den Minderheitsaktionären privatautonome Handlungs- und Reaktionsmöglichkeiten verbleiben, die beschließenden Mehrheitsaktionäre an das Unternehmensinteresse gebunden sind (Treuepflicht) und der Beschluss zum Schutz der Minderheitsaktionäre der gerichtlichen Kontrolle unterliegt, werden die Minderheitsaktionäre nicht in unangemessener Weise benachteiligt.<sup>45</sup>

## **H. Die Fälle der Volkswagen AG und der ThyssenKrupp AG**

Eine Zusammenfassung der Untersuchung im Hinblick auf die (beschränkte) Grundfreiheitskonformität der Satzungen der Volkswagen AG und ThyssenKrupp AG findet sich in Kapitel 5, § 15 H der Arbeit.

### **Schlussfolgerung**

Die Untersuchungsergebnisse dieser Arbeit verdeutlichen, dass Niederlassungs- und Kapitalverkehrsfreiheit ein erhebliches Einwirkungspotential auf die gesetzlich und auch statutarisch konfigurierte Organisationsverfassung der Aktiengesellschaft entfalten. Befürchtungen eines „*horror iuris*“<sup>46</sup>, einer zu weitreichenden Einwirkung in die mitgliedstaatliche sowie private Regelungsautonomie, sind dadurch jedoch nicht veranlasst. Die Reichweite von Niederlassungs- und Kapitalverkehrsfreiheit passt sich vielmehr dem Urheber und der Art der Maßnahme an. Die Grundfreiheiten tragen nach ihrer Struktur und ihrem Normzweck den Besonderheiten des jeweiligen Regelungskontextes Rechnung.

Niederlassungs- und Kapitalverkehrsfreiheit schränken weder die Mitgliedstaaten noch den gesellschaftlichen Satzungsgeber übermäßig in ihren Möglichkeiten ein, die gesellschaftliche Organisationsverfassung bedarfsgerecht auszugestalten. Beide Freiheiten stellen angemessene Leitplanken auf, innerhalb derer die mitgliedstaatliche oder privatautonome Ausgestaltung der gesellschaftlichen Organisationsverfassung stattfinden kann.<sup>47</sup> Dem Einwirkungspotential der Grundfreiheiten auf die Organisationsverfassung der Aktiengesellschaften und der zukünftigen Rechtsprechungsentwicklung in diesem Bereich kann daher mit einer gewissen Gelassenheit entgegengesehen werden.

---

<sup>45</sup> Kapitel 4, § 14 B.

<sup>46</sup> Begriff nach *Steindorff*, JZ 1994, 95 (97 f.).

<sup>47</sup> Vgl. *Müller-Graff*, EWS 2009, 489 (495 ff., 500 ff.).