

## Inhaltsübersicht

Vorwort .....	VII
Inhaltsverzeichnis .....	XI
Abkürzungsverzeichnis .....	XIX
Abbildungsverzeichnis .....	XXV
 Einleitung .....	 1
 Teil 1: Institutionelle Aktionäre im Corporate Governance System deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften.....	  7
§ 1 <i>Grundzüge der Corporate Governance deutscher börsennotierter         Aktiengesellschaften</i> .....	7
§ 2 <i>Institutionelle Aktionäre als bedeutende Anteilseigner         börsennotierter Unternehmen</i> .....	27
§ 3 <i>Einbindung institutioneller Aktionäre in die         Unternehmensüberwachung</i> .....	57
 Teil 2: Kollektive Aktionärsengagements vor dem Hintergrund des Acting in Concert .....	 109
§ 4 <i>Acting in Concert im europäischen Richtlinienrecht</i> .....	111
§ 5 <i>Acting in Concert im deutschen Kapitalmarktrecht</i> .....	132
§ 6 <i>Abschließende Bewertung und Schlussfolgerungen</i> .....	233
 Zusammenfassung der wesentlichen Untersuchungsergebnisse .....	 245
 Literaturverzeichnis .....	 255
Sachregister .....	281

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	VII
Inhaltsübersicht .....	IX
Abkürzungsverzeichnis .....	XIX
Abbildungsverzeichnis .....	XXV
Einleitung .....	1
A. Einführung in den Untersuchungsgegenstand .....	1
B. Gang der Untersuchung .....	4
Teil 1: Institutionelle Aktionäre im Corporate Governance System deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften .....	7
§ 1 Grundzüge der Corporate Governance deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften .....	7
A. Konzeptionelle Vorüberlegungen .....	8
I. Begriff und Zielsetzung der Corporate Governance .....	8
II. Prinzipal-Agent-Konflikt als rechtsökonomischer Hintergrund .....	10
1. Trennung von Eigentum und Kontrolle .....	10
2. Aktionär-Management-Beziehung als Prinzipal-Agent-Beziehung ..	12
a) Grundlagen der Prinzipal-Agent-Theorie .....	12
b) Prinzipal-Agent-Konflikt in Publikumsgesellschaften .....	13
III. Corporate Governance Mechanismen zur Kontrolle und Überwachung des Managements .....	15
1. Externe Überwachungsmechanismen .....	15
2. Interne Überwachungsmechanismen .....	17
B. Rechtstatsächliche Veränderungen im Corporate Governance System deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften .....	19
I. Vom konzentrierten Anteilsbesitz zum institutionellen Streubesitz ...	20
1. „Deutschland-AG“ .....	20
2. Abbau der Verflechtungsstrukturen .....	22
3. Institutionalisierung des Aktienbesitzes .....	23
II. Internationalisierung der Aktionärsstruktur .....	25
III. Zwischenergebnis .....	26

§ 2	<i>Institutionelle Aktionäre als bedeutende Anteilseigner börsennotierter Unternehmen</i>	27
A.	Begriffsbestimmung: Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter	27
I.	Der „institutionelle Anleger“ in Literatur und Gesetzgebung	28
1.	Begriffsverständnis in der Literatur	28
2.	Begriffsverständnis im deutschen Aktien- und Kapitalmarktrecht	29
a)	Aktienrechtliches Begriffsverständnis	30
aa)	Institutioneller Anleger i. S. d. § 134a Abs. 1 Nr. 1 AktG	30
bb)	Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK)	33
b)	Kapitalmarktrechtliches Begriffsverständnis	34
aa)	Kundenbegriff im WpHG	34
bb)	Anlegerbegriff im KAGB	35
3.	Zwischenergebnis	37
II.	Begriffsbestimmung anhand abstrakter Merkmale	38
1.	Kapitalsammelstelle	38
2.	Umfangreiches Anlagevolumen	38
3.	Fremdnützigkeit und treuhänderische Bindung	39
4.	Professionalität der Anlagetätigkeit	40
5.	Organisationsstruktur	41
III.	Abgrenzung institutioneller Anleger und Vermögensverwalter	42
B.	Wirtschaftlicher Aufstieg und gesellschafts-, sozial- sowie rechtspolitische Bedeutung institutioneller Aktionäre	44
I.	Wirtschaftliche Bedeutung institutioneller Anleger und Vermögensverwalter	44
1.	Begrenztes statistisches Datenmaterial	44
a)	Gesamtzahlen zum Anlagevermögen	45
b)	Investoren- und länderspezifischer Vergleich	46
aa)	Investmentfonds	47
bb)	Pensionsfonds	47
cc)	Versicherungsunternehmen	49
dd)	Bewertung und Prognose	49
2.	Bedeutung der Aktienanlage im Rahmen der Vermögensallokation	50
3.	Indirekte Kapitalanlage über Investmentvehikel	52
4.	Zwischenergebnis	53
II.	Gesellschafts- und sozialpolitischer Einfluss	54
III.	Bedeutung im Rahmen der Rechtsetzung	55
§ 3	<i>Einbindung institutioneller Aktionäre in die Unternehmensüberwachung</i>	57
A.	Die Corporate Governance Agenda der Europäischen Kommission – Zielsetzung und Erwartungshaltung	58
I.	Aktives Engagement institutioneller Aktionäre	59
II.	Langfristige Verbesserung der Corporate Governance und positive Wertentwicklung	61

B. Mangelndes Engagement institutioneller Aktionäre	63
I. Kollektivhandlungsproblem in Publikumsgesellschaften	64
1. „Trittbrettfahrer-Problem“	64
2. Kollektivhandlungsproblem und Streubesitz	66
II. Erheblicher Ressourcenaufwand	67
1. Personalkosten	68
2. Informations- und Implementierungskosten	68
3. Transferkosten	70
III. Interessenkonflikte	71
IV. Divergierende Anreizstrukturen entlang der Investmentkette	73
1. Unterschiedliche Investmentziele und Anlagehorizonte	73
a) Festlegung des Investmentziels	74
aa) Wachstumsstrategien	75
bb) Einkommensstrategien	75
cc) Verbindlichkeitsorientierte Strategien	76
b) Auswirkungen auf die Anreizstruktur	77
2. Unterschiedliche Investmentansätze bei der Wertpapieranlage	78
a) Aktive Anlagestrategien	78
aa) Grundlagen aktiver Anlagestrategien	78
bb) Auswirkungen auf die Anreizstruktur	79
(1) Besonderheiten bei Hedgefonds	80
(2) Verallgemeinerungsfähige Aussagen für aktiv gemanagte Aktienfonds	83
b) Passive Anlagestrategien	86
aa) Grundlagen passiver Anlagestrategien	86
bb) Auswirkungen auf die Anreizstruktur	88
3. Zwischenergebnis	91
V. Rechtliche Hindernisse	92
C. Zusammenarbeit institutioneller Aktionäre im Rahmen der Unternehmensüberwachung	94
I. Anekdotische Evidenz	95
1. „Wolf-packs“ aktivistischer Hedgefonds	96
2. „Teaming-up“ aktivistischer und nicht-aktivistischer institutioneller Investoren	97
3. Zusammenarbeit nicht-aktivistischer institutioneller Investoren	99
II. Zusammenarbeit von Investoren zur Reduzierung der Anlegerpassivität	103
1. Kostenverteilung und Reduzierung der Kollektivhandlungsprobleme	103
2. Verbesserung der Qualität und Effektivität des Engagements	104
3. Reputationsgewinne	104
4. Gegenseitige Kontrolle der Investoren	105
III. Rechtliche Hindernisse	105
D. Zwischenergebnis	107

## Teil 2: Kollektive Aktionärsengagements vor dem Hintergrund des Acting in Concert

§ 4 <i>Acting in Concert im europäischen Richtlinienrecht</i>	111
A. Acting in Concert i. S. d. Transparenzrichtlinie	111
I. Richtlinienhistorie	111
II. Voraussetzungen eines Acting in Concert i. S. d. TRL	112
1. Vereinbarung	113
2. Langfristige Verfolgung einer gemeinsamen Politik bezüglich der Geschäftsführung	114
3. Einvernehmliche Stimmrechtsausübung	115
III. Änderung des Harmonisierungskonzepts	115
1. Übergang von Mindest- zur Vollharmonisierung	115
2. Bedeutung für die nationalen Regelungen zur Stimmrechtszurechnung in den Fällen des Acting in Concert	116
B. Acting in Concert i. S. d. Übernahmerrichtlinie	118
I. Regelungszusammenhang und Voraussetzungen eines Acting in Concert i. S. d. ÜRL	118
II. Unterschiedliche Regelungskonzepte des Kontrollerwerbs	119
1. Erwerbsprinzip der ÜRL	119
2. Loslösung vom Erwerbsprinzip in § 35 Abs. 1 WpÜG	120
3. Richtlinienabweichende Ausgestaltung auch des Acting in Concert	121
III. Klarstellungs Bemühungen der Europäischen Kommission	123
1. ESMA-Stellungnahme zum Acting in Concert	124
2. Praktische Auswirkungen und Reichweite der ESMA-Stellungnahme	125
a) Rechtsgrundlage der Stellungnahme	125
b) Fehlende Bindungswirkung der Stellungnahme	127
c) Begrenzte Reichweite der Auslegungs- und Orientierungshilfe	127
d) Begrenzte Aussagekraft für Verhaltensabstimmungen nach deutschem Recht	128
e) Bedeutung für das Transparenzregime	128
C. Bewertung und Schlussfolgerungen	129
§ 5 <i>Acting in Concert im deutschen Kapitalmarktrecht</i>	132
A. Acting in Concert i. S. d. WpHG	132
I. Gesetzeshistorie des § 34 Abs. 2 WpHG	133
II. Regelungszweck des § 34 Abs. 2 WpHG	134
1. Anlegerschutz und Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte	135
2. Komplementärfunktion zum Übernahmerecht	136
3. Corporate Governance Funktion	137
III. Regelungszusammenhang	138
1. Meldepflicht und Stimmrechtszurechnung	138
2. Wechselseitige Stimmrechtszurechnung	139

a) Auslegung anhand des Normzwecks .....	140
b) Auslegung vor dem Hintergrund der TRL .....	143
c) Praxisrelevanter Fall: Stimmrechtspooling .....	144
d) Zwischenergebnis .....	145
3. Sanktionen .....	145
IV. Überschießende Richtlinienumsetzung .....	146
V. Richtlinienwidrigkeit des § 34 Abs. 2 WpHG .....	147
1. Auslegung des Ausnahmetatbestands .....	148
a) Weite Auslegung .....	148
b) Enge Auslegung .....	150
c) Stellungnahme .....	153
2. Auswirkungen auf das Wertpapierhandels- und Übernahmerecht ..	154
B. Acting in Concert i. S. d. WpÜG .....	156
I. Regelungszusammenhang .....	156
1. Kontrollerwerb und Stimmrechtszurechnung .....	157
2. Verhältnis von § 2 Abs. 5 zu § 30 Abs. 2 WpÜG .....	159
3. Rechtsfolgen der Kontrollerlangung und Sanktionen .....	161
II. Regelungszweck des § 30 Abs. 2 WpÜG .....	162
1. Normsystematische Auslegung .....	162
2. Auslegung vor dem Hintergrund des Regelungskontexts .....	163
C. Gleichlauf der Zurechnungstatbestände und einheitliche Auslegung .....	165
I. Wille des historischen Gesetzgebers .....	166
II. Unterschiedlicher europäischer Regulierungshintergrund .....	168
III. Unterschiedliche Regelungszwecke .....	169
IV. Unterschiedliche Folgen der Stimmrechtszurechnung .....	171
V. Bewertung und Schlussfolgerungen .....	173
D. Einzelheiten zum Tatbestand des Acting in Concert .....	174
I. Vorüberlegungen .....	175
1. Wortlaut des Zurechnungstatbestands .....	175
2. Normsystematischer Überblick .....	175
II. Abstimmungsvorgang .....	176
1. Abstimmungsbeteiligte .....	176
2. Verhaltensabstimmung .....	177
a) Kommunikatives Element .....	177
b) Koordinatives Element .....	178
c) Abgrenzung zum bewussten/unbewussten Parallelverhalten ...	180
d) Praxisrelevante Einzelfälle .....	181
aa) Investorenverbände und Stimmrechtszurechnung .....	181
bb) Einsatz von Stimmrechtsberatungsunternehmen .....	183
(1) Verhaltensabstimmung mit dem Stimmrechtsberatungsunternehmen .....	183
(2) Verhaltensabstimmung zwischen den beratenen Aktionären ein und desselben Stimmrechtsberatungsunternehmens .....	185

3. Abstimmungsformen	186
a) Vereinbarung	186
b) Abstimmung in sonstiger Weise	187
aa) Absprachen ohne rechtliche, aber mit faktischer Bindungswirkung	188
bb) Absprachen ohne jegliche Bindungswirkung	189
III. Abstimmungsgegenstand	190
1. Abstimmung in Bezug auf den Emittenten/auf die Zielgesellschaft	190
a) Konkretisierung des Ziels der Verhaltenskoordinierung	191
aa) Einflussnahme auf die Willensbildung der Gesellschaft	191
bb) Konkreter Adressat der Einflussnahme	192
b) Gesellschaftsrechtlicher Bezugspunkt der Einflussnahmemöglichkeit auf die Gesellschaft	192
aa) Einflussnahme durch Koordination der Stimmrechtsmacht	192
bb) Stimmrechtsbezug auch bei Einflussnahmen außerhalb der Hauptversammlung	194
2. Verständigung über die Ausübung von Stimmrechten	195
a) Begriff der Verständigung	196
b) Qualitative Anforderungen einer Stimmrechtskoordinierung	196
aa) Keine zusätzlichen Voraussetzungen einer Stimmrechtsabrede	197
bb) Qualifizierte Anforderungen an eine Stimmrechtsabrede	198
cc) Stellungnahme	201
3. Zusammenwirken zur dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung	204
a) Zusammenwirken in sonstiger Weise	204
aa) Regelungsziel	204
bb) Subjektivierung der Tatbestandsalternative	205
cc) Abgrenzung zur Stimmrechtsabrede	206
b) Die unternehmerische Ausrichtung	206
aa) Anknüpfung an den Begriff der Unternehmenspolitik	206
bb) Materielle Bedeutsamkeit der unternehmenspolitischen Zielsetzung	208
c) Dauerhafte und erhebliche Änderung	210
aa) Änderung	210
bb) Dauerhaft	210
cc) Erheblich	211
4. Praxisrelevante Einzelfälle	212
a) Abstimmungen zur Sicherung des „Status quo“ und Interessenschutzklauseln	212
b) Abgestimmter gemeinsamer Erwerb von Wertpapieren	214
c) Standstill-Agreements	217
IV. Vereinbarung in Einzelfällen	218
1. Anwendungsbereich der Einzelfallausnahme	218

2. Formale und materielle Betrachtungsweise . . . . .	219
3. Entscheidung des BGH v. 25.9.2018 . . . . .	221
4. Folgen für die Auslegung des Tatbestandsmerkmals . . . . .	222
5. Praktische Konsequenzen der Entscheidung . . . . .	224
a) Abgestimmte Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern . . . . .	225
b) Verbesserung der Rechtssicherheit . . . . .	226
c) Auswirkungen auf die Normsystematik . . . . .	228
d) Bedeutung für die übernahmerechtliche Parallelnorm . . . . .	229
V. Zwischenergebnis . . . . .	231
<i>§ 6 Abschließende Bewertung und Schlussfolgerungen . . . . .</i>	<i>233</i>
A. Defizitäre rechtsökonomische Determination des Acting in Concert . . . . .	234
I. Grundsätzliche Ablehnungshaltung des Gesetzgebers gegenüber Aktionärsaktivismus . . . . .	234
II. Keine Berücksichtigung investorenspezifischer Besonderheiten . . . . .	237
B. Abkehr von der formalen Ermittlung der Stimmrechtsmacht . . . . .	238
C. Eingeschränkte Praxistauglichkeit des Zurechnungstatbestands . . . . .	240
I. Mangelnde Konturierung der Zurechnungsvoraussetzungen . . . . .	240
II. Rechtlich ungeklärtes Verhältnis nationaler und unionsrechtlicher Vorgaben . . . . .	240
III. Aufgabe des Gleichlaufs der Zurechnungstatbestände . . . . .	241
D. Fehlender Gleichschritt mit der europäischen Corporate Governance Agenda . . . . .	241
 Zusammenfassung der wesentlichen Untersuchungsergebnisse . . . . .	 245
Literaturverzeichnis . . . . .	255
Sachregister . . . . .	281