

# Inhaltsübersicht

**Vorwort — VII**

**Stand der Arbeit — IX**

**Abkürzungsverzeichnis — XXV**

**Teil 1: Empty Voting – Problemstellung — 1**

- I. Empty Voting — 1
- II. Methodische Vorüberlegungen — 16
- III. Gang der Untersuchung — 24

**Teil 2: Stimmrecht und Governance in der Aktiengesellschaft – konzeptionelle Grundlagen — 26**

- I. Funktionen und Bedeutung des Stimmrechts — 26
- II. Anreizsituation und Probleme des Stimmrechtsmechanismus — 54
- III. Funktion und Kompetenzen der Hauptversammlung — 82
- IV. Ausübung des Stimmrechts — 90
- V. Zwischenergebnis — 93

**Teil 3: Decoupling – Trennung von Stimmrechten und Risiko — 96**

- I. Dem Aktienbesitz immanente Risiken – aktientypisches Risiko — 96
- II. Beseitigung der Risiken – risikoentleerte Stimmrechte — 98
- III. Decoupling mit einem gegenläufigen Investment — 149
- IV. Zwischenergebnis — 176

**Teil 4: Bewertung des Empty Voting – ökonomische Überlegungen und rechtlich vergleichbare Konstellationen — 180**

- I. Interessenlage — 180
- II. Abgleich mit vergleichbaren Konstellationen — 195
- III. Effizienzsteigernde Wirkung des Empty Voting — 269
- IV. Zwischenergebnis — 294

**Teil 5: Lösungsansätze für das Empty Voting – de lege lata und de lege ferenda — 298**

- I. Relevante Aspekte — 299

- II. Ansätze zur Lösung de lege lata — 300
- III. Ansätze zur Lösung de lege ferenda — 351

**Teil 6: Zusammenfassung der Ergebnisse und Ausblick — 397**

- I. Zusammenfassung — 397
- II. Ausblick – Die Einheit von wirtschaftlicher Betroffenheit und der Ausübungsbefugnis von bestimmten Rechten als Problem von Finanzinnovationen — 403

**Literaturverzeichnis — 406**

**Register — 438**

# Inhalt

## Abkürzungsverzeichnis — XXV

### Teil 1: Empty Voting – Problemstellung — 1

- I. Empty Voting — 1
  - 1. Stimmrecht und wirtschaftliches Interesse — 1
  - 2. Regulatorische Aufmerksamkeit und bestehende Unsicherheit — 4
  - 3. Spektrum der Fälle – Spektrum der Interessen — 6
    - a) Der Fall Laxey & British Land — 6
    - b) Der Fall Perry-Mylan — 8
    - c) Der Fall Deutsche Börse AG — 10
  - 4. Zusammenfassender Problemaufriss — 12
    - a) Interessenskonflikte der aktiven Aktionäre — 12
    - b) Das Komplementärproblem – hidden ownership — 13
- II. Methodische Vorüberlegungen — 16
  - 1. Ökonomische Analyse des Rechts — 17
    - a) Wirtschaftswissenschaft als analytischer Rahmen und ökonomische Analyse des Rechts als Auslegungsmethode — 17
    - b) Hintergrund und Entwicklung — 18
    - c) Grundlagen — 18
    - d) Ökonomische Analyse des Rechts und Effizienzkriterium im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht — 20
  - 2. Rechtsvergleichung — 22
- III. Gang der Untersuchung — 24

### Teil 2: Stimmrecht und Governance in der Aktiengesellschaft – konzeptionelle Grundlagen — 26

- i. Funktionen und Bedeutung des Stimmrechts — 26
  - 1. Das Stimmrecht als Anpassungs- und Lückenfüllungsinstrument — 27
    - a) Langfristigkeit und Offenheit des Gesellschaftsvertrages — 27
    - b) Exit keine hinreichende Alternative — 28

2. Das Stimmrecht als gesellschaftsinternes Kontrollinstrument der Eigentümer über die Verwaltung (interne Governance) — **30**
    - a) Das Principal-Agent-Problem — **30**
      - aa) Gegensatz Verwaltung und Aktionäre — **31**
      - bb) Übertragbarkeit der Principal-Agent-Überlegungen auf das dualistische Leitungssystem der Aktiengesellschaft nach deutschem Recht — **35**
    - b) Stimmrecht und Corporate Governance — **37**
  3. Das Stimmrecht und der „Markt für Unternehmenskontrolle“ — **40**
    - a) Kontrolle durch funktionierende Märkte (externe Governance) — **40**
      - aa) Kontrolle durch Produktmärkte — **40**
      - bb) Kontrolle durch den Markt für Managementleistungen — **41**
      - cc) Kontrolle durch den Kapitalmarkt, insbesondere Einflussnahme auf die Unternehmensleitung durch Darlehensgeber — **42**
      - dd) Zwischenergebnis — **45**
    - b) Die Ausgangsidee – Marktpreise als Indikatoren von Managementleistung — **45**
    - c) Probleme und Grenzen des Marktes für Unternehmenskontrolle — **47**
      - aa) Zweifelhafte Prämisse der Übernahme nur aus Gründen der Effizienzsteigerung — **48**
      - bb) Noise trader und Spekulation — **48**
      - cc) Abwehrmaßnahmen der Verwaltung — **49**
      - dd) Trägheit des Marktes für Unternehmenskontrolle — **51**
    - d) Zwischenergebnis — **53**
  4. Zusammenfassung — **53**
- II. Anreizsituation und Probleme des Stimmrechtsmechanismus — **54**
1. Stimmrecht und Residualanspruch — **54**
    - a) Wirtschaftswissenschaftliche Diskussion — **54**
    - b) Rechtliche Umsetzung — **56**
      - aa) Kein Stimmrecht für Nichtaktionäre, § 12 Abs. 1 AktG — **56**
      - bb) Abspaltungsverbot — **57**

- c) Ordnungswidrigkeitentatbestände des § 405 AktG — **64**
  - dd) Übergang der Kontrolle im Falle der Insolvenz gemäß § 80 Abs. 1 InsO — **66**
- 2. Probleme der Stimmrechtszuordnung zu den Aktionären — **66**
  - a) Stimmrecht und rationale Apathie — **67**
    - aa) Rationale Apathie bei Kleinanlegern — **67**
    - bb) Rationale Apathie bei institutionellen Investoren — **73**
  - b) Bounded rationality und Multiplikatoreffekte bei der Stimmrechtsausübung — **76**
    - aa) Bounded rationality — **76**
    - bb) Multiplikatoreffekte, insbesondere Meinungsführerschaft — **78**
  - c) Stimmrecht und Interessendivergenz — **78**
    - aa) Unterschiedliche Aktionäre, unterschiedliche Interessen — **78**
    - bb) Politische Interessen – Staaten und Staatsfonds als Aktionäre — **80**
    - cc) Unternehmerische Interessen – der Konzernkonflikt — **81**
    - dd) Empty-Voting-Konstellationen — **81**
- 3. Zusammenfassung — **82**
- III. Funktion und Kompetenzen der Hauptversammlung — **82**
  - 1. Funktionen der Hauptversammlung — **83**
    - a) Aktionärsdemokratie – Legitimation der Entscheidungen durch möglichst hohe Stimmzahlen? — **83**
    - b) Prozedurale Ausgestaltung – die Hauptversammlung als Diskussionsforum — **84**
  - 2. Kompetenzen der Hauptversammlung — **87**
    - a) Hauptversammlung als „oberstes Organ der Aktiengesellschaft“? — **87**
    - b) Einzelne Kompetenzen der Hauptversammlung — **88**
  - 3. Zusammenfassung — **90**
- IV. Ausübung des Stimmrechts — **90**
  - 1. Legitimation zur Stimmrechtsausübung, insbesondere Record-Date-System — **90**
    - a) Inhaberaktien — **91**
    - b) Namensaktien — **92**
  - 2. Die Ausübung des Stimmrechts in der Hauptversammlung — **93**

**Teil 3: Decoupling – Trennung von Stimmrechten und Risiko — 96**

- I. Dem Aktienbesitz immanente Risiken – aktientypisches Risiko — 96
  1. Risiko des Residualanspruchs — 97
  2. Kursrisiko — 97
- II. Beseitigung der Risiken – risikoentleerte Stimmrechte — 98
  1. Decoupling mittels Aktienleihe — 99
    - a) Grundlagen der Aktienleihe — 99
    - b) Entwicklung des Aktiendarlehens — 102
    - c) Stimmrecht und Risikoverteilung beim Aktiendarlehen — 103
    - d) Rechtlicher Regelungsrahmen des Aktiendarlehens — 106
      - aa) Gesellschaftsrechtliche Vorschriften — 107
      - bb) Vertragliche Pflicht, das Stimmrecht nicht oder im Interesse des Darlehensgebers auszuüben — 112
      - cc) Kapitalmarktrechtliche Vorschriften — 113
    - e) Zusammenfassung — 117
  2. Decoupling mittels Verkauf zwischen Record Date und Hauptversammlung — 118
    - a) Grundlagen — 118
    - b) Stimmrecht und Risikoverteilung beim Verkauf zwischen Record Date und Hauptversammlung — 118
    - c) Rechtlicher Regelungsrahmen — 119
      - aa) Vertragliche Regelungen über die Stimmrechtsausübung — 119
      - bb) Publizitätsvorschriften der §§ 21ff. WpHG — 120
    - d) Zusammenfassung — 120
  3. Leerverkauf von Aktien derselben Gesellschaft — 121
    - a) Grundlagen — 121
    - b) Stimmrecht und Risikoverteilung — 122
    - c) Rechtlicher Regelungsrahmen – neue Publizitätsvorschriften für Leerverkäufe (§ 30i WpHG) — 123
      - aa) Einordnung in das bestehende System von Publizitätsvorschriften — 124
      - bb) Verrechnung der Positionen und Einbeziehung von derivativen Short-Positionen — 124
    - d) Zusammenfassung — 126

4. Decoupling mittels Derivaten — **126**
  - a) Grundlagen — **126**
  - b) Entwicklung der Derivate — **128**
  - c) Zur Risikoabwälzung bei Aktien geeignete Derivate — **129**
    - aa) Put-Optionen — **129**
    - bb) Forwards und Futures — **139**
    - cc) Equity Swaps — **142**
    - dd) Differenzkontrakte (Contracts for Difference) — **145**
  - d) Zusammenfassung — **147**
5. Zwischenergebnis — **148**
- III. Decoupling mit einem gegenläufigen Investment — **149**
  1. Hedging mittels gegenläufiger Positionen — **149**
    - a) Leerverkauf von Aktien derselben Gesellschaft — **150**
    - b) Spekulation auf sinkenden Kurs mittels Derivaten — **151**
    - c) Indirekte Absicherung — **151**
      - aa) Grundlagen — **151**
      - bb) Konstellationen — **152**
  2. Beseitigte Risiken — **154**
    - a) Beseitigte Risiken bei einem negativen gegenläufigen Investment — **154**
    - b) Beseitigte Risiken bei einem konfligierten gegenläufigen Investment — **155**
    - c) Kombination von risikoentleerten Stimmrechten und gegenläufigen Investment. — **156**
  3. Rechtliche Beurteilung — **157**
    - a) Verbot der Marktmanipulation, § 20a WpHG — **158**
      - aa) Verbot des Verbreitens oder Unterlassens von Informationen, § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG und der Manipulation durch Handelsaktivität, § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG — **158**
      - bb) Verbot der sonstigen Täuschungshandlung, § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG — **159**
    - b) Insiderrecht, §§ 12 ff. WpHG — **161**
      - aa) Insiderinformation, § 13 WpHG — **161**
      - bb) Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG — **169**
    - c) Publizitätsvorschriften, §§ 21 ff. WpHG — **173**
      - aa) Leerverkauf von Aktien derselben Gesellschaft — **174**
      - bb) Spekulation auf sinkenden Kurs mittels Derivaten — **174**

- cc) Indirekte Absicherung — 175
- 4. Zusammenfassung — 176
- IV. Zwischenergebnis — 176

#### **Tell 4: Bewertung des Empty Voting – ökonomische Überlegungen und rechtlich vergleichbare Konstellationen — 180**

- I. Interessenlage — 180
  - 1. Aktionär mit risikoentleerten Stimmrechten oder mit gegenläufigem Investment — 181
    - a) Kosten — 181
    - b) Nutzen — 181
    - c) „Interessenbilanz“ – Anreizstruktur des Aktionärs — 181
      - aa) Positive „Interessenbilanz“ – teilweise risikoentleerte Stimmrechte — 182
      - bb) Neutrale „Interessenbilanz“ – ausschließlich risikoentleerte Stimmrechte — 182
      - cc) Negative „Interessenbilanz“ – gegenläufiges Investment — 183
  - 2. Andere beteiligte Gruppen — 185
    - a) Mitaktionäre — 185
      - aa) Risikoentleerte Stimmrechte — 185
      - bb) Gegenläufiges Investment — 186
    - b) Gegenpartei von Wertpapierdarlehen und Derivaten — 186
      - aa) Risikoentleerte Stimmrechte — 187
      - bb) Gegenläufiges Investment — 188
    - c) Gläubiger — 188
  - 3. Interessen der Allgemeinheit – institutionelle Betrachtung — 189
    - a) Institutionelle Effizienz des Kapitalmarkts — 189
    - b) Beeinträchtigung der Derivatmärkte und des Marktes für Wertpapierdarlehen — 190
    - c) Beeinträchtigung des Marktes für Unternehmenskontrolle — 191
    - d) Weitere Schwächung der internen Governance der börsennotierten Aktiengesellschaft — 191
    - e) Störung der effizienten Ressourcenallokation in der Wirtschaftsordnung — 192
  - 4. Zusammenfassung — 194
    - a) Gegenläufiges Investment — 194



- b) Risikoentleerte Stimmrechte — **195**
- II. Abgleich mit vergleichbaren Konstellationen — **195**
  - 1. Proportionalitätsprinzip (one-share-one-vote) — **196**
    - a) Grundlagen — **196**
    - b) Verschiedene Aspekte der Diskussion um den Grundsatz des one-share-one-vote — **198**
    - c) Elementare Begrifflichkeiten — **198**
      - aa) Aktienerträge — **199**
      - bb) Private Vorteile — **199**
    - d) Satzungsmäßige disproportionale Stimmrechtsgestaltungen — **199**
      - aa) Wirtschaftswissenschaftliche Diskussion — **200**
      - bb) Rechtswissenschaftliche Diskussion — **207**
    - e) Abgleich mit dem empty voting — **217**
      - aa) Proportionalitätsprinzip und Anreizwirkung — **217**
      - bb) Rechtliche Bewertung — **218**
      - cc) Zusammenfassung — **220**
  - 2. Stimmrechtsvertretung — **220**
    - a) Konzept des Marktes für Stimmrechtsvertretung — **221**
    - b) Akteure auf dem Markt für Stimmrechtsvertretung — **222**
      - aa) Banken — **222**
      - bb) Stimmrechtsvertreter der Verwaltung — **223**
      - cc) Aktionärsvereinigungen — **224**
      - dd) Professionelle Stimmrechtsvertreter, insbesondere der Institutional Shareholder Service — **224**
      - ee) Zusammenfassung — **226**
    - c) Mechanismen zur Rückbindung der Stimmrechtsausübung an das Aktionärsinteresse — **226**
      - aa) Prozedurale Absicherung der Stimmrechtsvertretung — **227**
      - bb) Haftung der Stimmrechtsvertreter gegenüber den bevollmächtigenden Aktionären — **229**
      - cc) Eigenpositionen als Korrektiv? — **231**
    - d) Abgleich mit dem empty voting — **233**
      - aa) Stimmrechtsvertretung und Anreizwirkung — **233**
      - bb) Rechtliche Bewertung — **233**
  - 3. Das Abspaltungsverbot — **235**
  - 4. Treuhandverhältnisse — **236**
    - a) Forschungsstand — **236**
      - aa) Treuhänder und Stimmrecht — **236**

- bb) Haftung des Treuhänders bei Stimmrechtsausübung entgegen den Interessen des Treugebers — **240**
  - b) Abgleich mit dem empty voting — **240**
- 5. Bestehen beschränkt dinglicher Rechte an der Aktie – Nießbrauch und Pfandrecht — **241**
  - a) Stimmrecht beim Pfandrecht — **242**
  - b) Stimmrecht beim Nießbrauch — **242**
    - aa) Forschungsstand — **242**
    - bb) Abgleich mit dem empty voting — **244**
- 6. Stimmbindungsverträge — **245**
  - a) Forschungsstand — **245**
    - aa) Allgemeine Zulässigkeit, Formen, Zweck und Reichweite — **245**
    - bb) Schutzmechanismen — **247**
    - cc) Zulässiger Vertragspartner — **248**
  - b) Abgleich mit dem empty voting — **249**
- 7. Stimmenkauf nach dem Recht von Delaware — **250**
  - a) Vote Buying in der amerikanischen Diskussion — **252**
    - aa) Vote Buying — **252**
    - bb) Begründungsansätze für das Verbot des Stimmenkaufs — **253**
  - b) Stimmenkauf als Mittel zur Verbesserung der Governance in der börsennotierten Aktiengesellschaft — **254**
    - aa) Entwicklung der Rechtsprechung im Bundesstaat Delaware — **255**
    - bb) Diskussion um die Zulässigkeit und Nutzen von Vote Buying — **261**
  - c) Abgleich mit dem empty voting — **266**
- 8. Zusammenfassung — **267**
- III. Effizienzsteigernde Wirkung des Empty Voting — **269**
  - 1. Aktionärsaktivismus — **269**
    - a) Aktionärsaktivismus in der Publikumsgesellschaft als neue Erscheinung — **270**
    - b) Akteure des Aktivismus – die Finanzinvestoren — **271**
      - aa) Hedge Fonds — **272**
      - bb) Private Equity Fonds — **276**
    - c) Aktive Strategie — **277**
      - aa) Vorgehensweise der Aktivisten — **277**
      - bb) Beurteilung der aktiven Strategie vor dem Hintergrund des Principal-Agent-Konflikts — **278**

- cc) Gefahren aktiver Aktionärsstrategien — 279
- dd) Einflussnahme ohne Stimmrechtsausübung — 280
- d) Strategien zur Förderung des Aktivismus – risikoentleerte Stimmrechte als Anreiz zur aktiven Überwachung? — 281
- e) Zusammenfassung — 282
- 2. Potential des Empty Voting als Anreiz für Informationssuche – das Modell von Kobayashi und Ribstein — 284
  - a) Empty voting als Mittel zur Durchsetzung wertsteigernder Übernahmen — 284
  - b) Kritik der Annahmen — 286
- 3. Effizienzsteigernde Wirkung des Empty Voting bei einem informierten Händler – das Modell von Brav und Matthews — 287
  - a) Das Modell — 288
  - b) Kritik der Annahmen — 292
  - c) Ökonomische Analyse des Rechts – Vorrang ökonomischer Lösungen — 292
- 4. Zusammenfassung — 293
- IV. Zwischenergebnis — 294

## **Teil 5: Lösungsansätze für das Empty Voting – de lege lata und de lege ferenda — 298**

- I. Relevante Aspekte — 299
- II. Ansätze zur Lösung de lege lata — 300
  - 1. Gesellschaftsrecht — 300
    - a) Gegenläufiges Investment — 300
      - aa) Starre Stimmrechtsschranken, insbesondere § 136 Abs. 1 AktG — 300
      - bb) Bewegliche Stimmrechtsschranken — 304
      - cc) Zusammenfassung — 331
    - b) Risikoentleerte Stimmrechte — 331
      - aa) Starre Stimmrechtsschranken — 332
      - bb) Bewegliche Stimmrechtsschranken — 332
      - cc) Zusammenfassung — 335
    - c) Exkurs: Quoren — 336
      - aa) Allgemeines — 336
      - bb) Risikoentleerter Squeeze-Out: Der Fall Lindner KGaA — 339
    - d) Zusammenfassung — 340

2. Haftung des risikoentleert Einfluss nehmenden Aktionärs — **341**
    - a) Haftungsrecht als geeignetes Regulierungsinstrument — **341**
    - b) Anspruchsgrundlage — **343**
    - c) Haftung bei Einflussnahme ohne Stimmrechtsausübung (aktives Aktionärsverhalten) — **344**
      - aa) Beeinflussung eines Verwaltungsmitglieds — **344**
      - bb) Schaden der Gesellschaft — **344**
      - cc) Rechtswidrigkeit — **345**
      - dd) Zusammenfassung — **347**
    - d) Haftung bei Einflussnahme durch Stimmrechtsausübung — **347**
    - e) Zusammenfassung — **348**
  3. Kapitalmarktrecht — **348**
    - a) Transparenzregelungen — **348**
      - aa) Risikoentleerte Stimmrechte — **348**
      - bb) Gegenläufiges Investment — **349**
    - b) Verbot der Marktmanipulation und Insiderhandelsverbot — **350**
  4. Zusammenfassung — **350**
- III. Ansätze zur Lösung de lege ferenda — **351**
1. Ansätze auf schuldrechtlicher Ebene im Verhältnis, das die risikoentleerte Stimmrechtsausübung ermöglicht — **351**
    - a) Steigerung der Häufigkeit der Stimmrechtsausübung durch das Investmentrecht — **351**
      - aa) Gesetzliche Pflicht zur Stimmrechtsausübung — **352**
      - bb) Safe-Harbor-Regelung für die Stimmrechtsausübung — **353**
    - b) Besteuerung von Wertpapierdarlehen und Derivaten — **354**
    - c) Indirekte Regulierung der risikoentleerten Stimmrechtsausübung durch Verhaltenspflichten für die Gegenparteien — **354**
  2. Ansätze auf gesellschaftsrechtlicher Ebene — **355**
    - a) Mindesthaltedauern und Treustimmrechte — **355**
      - aa) Mindesthaltedauern — **356**
      - bb) Treustimmrechte — **357**
    - b) Stimmrechtszuordnung zu den Inhabern der Residualrechte — **358**

- c) Stimmrechtsschranken — **359**
  - aa) Stimmverbote — **360**
  - bb) Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen das Stimmverbot — **369**
  - cc) Satzungsfreiheit hinsichtlich der Stimmverbote? — **370**
- d) Zusammenfassung — **372**
- 3. Kapitalmarktrechtliche Instrumente — **373**
  - a) Erweiterung der Publizitätspflichten — **374**
    - aa) Grundlagen — **374**
    - bb) Marktlösung – erweiterte Transparenz ausreichend? — **377**
    - cc) Regelungsziele eines Transparenzsystems für das empty voting — **379**
    - dd) Verschärfung der Transparenzpflichten – verschiedene Ansätze — **380**
    - ee) Prinzipien eines Transparenzsystems, das das empty voting erfasst — **391**
  - b) Verbot der Marktmanipulation und Insiderhandelsverbot — **395**
- 4. Zusammenfassung — **395**

## **Teil 6: Zusammenfassung der Ergebnisse und Ausblick — 397**

- I. Zusammenfassung — **397**
- II. Ausblick – Die Einheit von wirtschaftlicher Betroffenheit und der Ausübungsbefugnis von bestimmten Rechten als Problem von Finanzinnovationen — **403**

## **Literaturverzeichnis — 406**

## **Register — 438**