

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

cc) 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	

V. Zwischenergebnis — 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, §§ 12ff. WpHG — 161
 - aa) Insiderinformation, § 13 WpHG — 161
 - bb) Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG — 169
 - c) Publizitätsvorschriften, §§ 21ff. 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

Teil 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 Derivatemärkte 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 in- formierten Händler – das Modell von Brav und <i>Matthews</i> —	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) Mindesthaltebauern und Treustimmrechte — 355
 - aa) Mindesthaltebauern — 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