

# Inhaltsverzeichnis

Einleitung	19
§ 1 Einführung in die Problematik	19
I. Fragestellung und Anliegen der Untersuchung	19
II. Bedeutung der dogmatischen Durchdringung der InvAG	22
1. Legislative Entwicklung der InvAG	22
2. Die Einführung des materiellen Fondsbegriffs	24
3. Forschungsbedarf zur InvAG	25
§ 2 Gang der Untersuchung	27
Erster Teil: Die Mitgliedschaft der Aktionäre im KAGB	30
§ 3 Das Konzept einer asymmetrischen Mitgliedschaft	30
I. Charakterisierung der zwei Aktiengattungen der InvAG	30
1. Grundzüge der Mitgliedschaft im Aktienrecht	30
2. Unternehmensaktionäre	33
3. Anlageaktionäre	34
4. Qualifizierte Anlageaktionäre	35
II. Mehr Gestaltungsfreiheit für Unternehmensaktionäre	36
1. Der Grundsatz der Satzungsstrenge als eine mögliche Form der Beschränkung der aktienrechtlichen Gestaltungsfreiheit durch zwingendes Recht	37
2. Die Streichung des Grundsatzes der Satzungsstrenge	40
a) Teleologische Reduktion des § 108 II 1 KAGB?	40
aa) Die frühere Ansicht der BaFin	40
bb) Kritik	42
b) Vollkommene Dispositivität?	44
aa) §§ 134 und 139 BGB als Grenze der Gestaltungsfreiheit?	44
bb) Eigener Ansatz	45
3. Die Substitution durch zwingendes Recht des KAGB	46
a) Das anwendbare Recht des KAGB	47

b) § 108 II 1 KAGB: Rangfragen zwischen AktG und KAGB	48
aa) Der Unterschied zwischen dem Rangverhältnis und dem Grundsatz der Satzungsstrenge	49
bb) Unsicherheiten hinsichtlich der Reichweite der Ranganordnung	50
4. Ergebnis	52
III. Das ordentliche Austrittsrecht nach § 116 II 1 KAGB	53
1. Kein Erwerb eigener Aktien (§§ 71 ff. AktG)	54
2. Austrittsrecht auch für Unternehmensaktionäre	55
3. Grenzen des Austrittsrechts	56
a) Gesetzliche Begrenzung durch die Mindesthaftsumme (§ 116 II 2 und 3 KAGB)	57
aa) Tatbestand	57
bb) Rechtsfolge	58
b) Satzungsmäßige Beschränkungsmöglichkeiten	60
aa) Satzungsmäßiges Mindestkapital nach § 116 I KAGB?	60
bb) Katastrophenklausel	62
cc) Festlegung von Austittsterminen	62
IV. Das Bezugsrecht und sein gesetzlicher Ausschluss	64
1. Die Bezugsrechte im Einzelnen	64
2. Gesetzlicher Bezugsrechtsausschluss für Anlageaktionäre – Verwässerungsgefahr?	67
a) Wertverwässerungsgefahr allgemein	68
b) Wertverwässerungsgefahr bei höherem Börsenkurs	70
c) Stellungnahme und Lösung des Problems	72
3. Möglichkeit des Ausschlusses des Bezugsrechts für Unternehmensaktionäre durch Beschluss?	73
V. Sonstige Mitverwaltungsrechte für Anlageaktionäre?	74
1. Anfechtungsrecht	75
2. Organhaftung	77
a) Bestellung eines Sonderprüfers	77
b) Geltendmachung von Ersatzansprüchen	78

VI. Die Zuständigkeiten der Hauptversammlung – die Machtbalance zwischen Unternehmensaktionären und Vorstand	79
1. Anwendbarkeit der Holzmüller-Doktrin über § 108 II 1 KAGB	80
a) Hinreichender Schutz durch das Austrittsrecht?	81
b) Interessenmonismus des § 119 I 2 Nr. 1 KAGB?	81
c) Bessere Überwachung in der InvAG?	85
aa) Aufsichtsrat	87
bb) Verwahrstelle	88
cc) Die staatliche Aufsicht durch die BaFin	90
dd) Zwischenergebnis: Keine Substitution durch eine investmentspezifische Kontrolle	93
d) Argumente für die Anwendung der Holzmüller-Doktrin	94
aa) Verfassungsrechtliche Grenze der Kompetenzverteilung	94
bb) Systematische Wertungen der Kompetenzverteilung im InvAG-Regime	95
2. Zuständigkeit für die Ausgabe von Unternehmensaktien	96
a) Strömung pro Vorstandskompetenz	97
b) Strömung pro Hauptversammlungszuständigkeit	98
c) Stellungnahme und eigener Ansatz: Holzmüller-Doktrin als dogmatische Grundlage	100
VII. Ergebnis: Die Asymmetrie der Mitgliedschaft	102
§ 4 Schutz vor zu großer Mehrheitsmacht	104
I. Der horizontale Agency-Konflikt in der InvAG	104
1. Schutzvorkehrungen im Idealfall	107
2. Tatsächliche Probleme	108
a) Fehlende Verhandlungsmacht von Kleinaktionären	108
b) Informationsasymmetrien	109
c) Transaktionskosten	111
d) Rationale Apathie	113
3. Negative Folgen	115
4. Strukturmerkmale der Körperschaft als Nährboden für die rationale Apathie	116
a) Mitgliederautonomie	117

b) Mehrheitsprinzip	118
II. Die Verschärfung des Konflikts durch das Konzept der asymmetrischen Mitgliedschaft	120
1. Vom Gesetzgeber normierter investmentrechtlicher Schutz	121
a) Das ordentliche Austrittsrecht nach § 116 II 1 KAGB	121
b) Kontrolle der Satzungsklausel durch die BaFin nach § 110 IV KAGB in Kombination mit der zwingenden Restriktion des Unternehmensgegenstandes bzw. Anlageportfolios nach § 110 II KAGB	124
2. Vertrauen auf die Bewertungsfunktion der Märkte bzw. die Informationseffizienz?	128
a) Das Informationsmodell als Lösung des Konflikts von formeller und materieller Gestaltungsfreiheit	128
b) Der Ansatz der Satzungsbewertung durch einen informationseffizienten Markt	130
c) Informationseffizienz des Marktes für Aktien der InvAG?	131
III. Wertungsrahmen für ein Schutzkonzept	135
1. Das Mehrheitsprinzip – axiomatisches Strukturprinzip?	135
2. Privatautonomie	138
a) Formelle Privatautonomie	138
b) Materielle Privatautonomie	140
3. Die Eigentumsgarantie (Art. 14 I GG)	144
a) Schutzbereich der Eigentumsgarantie als normgeprägtes Grundrecht	144
b) Unfreiwillige Beendigung der Mitgliedschaft als Grenze des Schutzbereichs	148
4. Der Gleichheitssatz (Art. 3 I GG)	152
5. Die Wertung der stimmrechtslosen Vorzugsaktien (§§ 139 ff. AktG)	155
6. Die Mitgliedschaft als subjektives Recht	156
7. Die Verbandsdogmatik als Grenze	158
8. Ergebnis	161

IV. Eigenes Schutzkonzept	162
1. Kernbereichslehre	163
a) Aufgabe der Kernbereichslehre im Personengesellschaftsrecht?	165
b) Möglichkeit der systemkohärenten Übertragung auf die InvAG	166
c) Reichweite des Kernbereichs	168
d) Notwendige Eingriffshandlungen	171
e) Zustimmungsrecht auch für Anlageaktionäre in der Publikums-InvAG	173
f) Annex: Gibt es eine Schnittmenge zwischen der Kernbereichslehre und der Holzmüller-Doktrin?	177
aa) Grundsätzliche Inkompatibilität der beiden Institute?	177
bb) Der Holzmüller-Fall als Nachweis einer vorhandenen Schnittmenge	178
cc) Mitwirkungsbefugnis von Anlageaktionären bei Holzmüller-Beschlüssen	179
2. Allgemeine materielle Beschlusskontrolle für Anlageaktionäre	180
a) Bedarfsfälle	181
aa) Gewinnverwendungsbeschluss	181
bb) Weisungsrechte an den Vorstand	182
b) Horizontale gesellschaftsrechtliche Treuepflicht in der InvAG	184
c) Gesteigerte Treuepflicht in der InvAG?	189
aa) Die Unterscheidung zwischen uneigennützigen und eigennützigen Mitgliedsrechten	189
bb) Konzernrechtliche Treuepflichtwertungen	191
(1) Tatbestandliche Vergleichbarkeit	192
(2) Gesteigerter Treuepflichtmaßstab im Rechtsfolgenregime des Konzernrechts?	196
cc) Normierte gesteigerte Treuepflichten im InvAG-Regime	198
d) Kali & Salz	199
e) Das umfassende Kontrollmodell Wiedemanns	201
f) Kritik am Modell Wiedemanns und Stellungnahme	203
g) Schutzgemeinschaft II	205

h) Konkrete Ausformung	206
§ 5 Ergebnisse zur asymmetrischen Mitgliedschaft	209
Zweiter Teil: Ausstrahlwirkung	211
§ 6 Das ordentliche Austrittsrecht	212
I. Begründungsversuche	213
1. Kontrollfunktion des Austrittsrechts	213
2. Redeemable shares	214
3. § 289 V AktG	216
4. Herleitung aus dem Personengesellschaftsrecht	216
II. Hindernisse für die Einführung eines ordentlichen Austrittsrechts	219
1. Kollision mit dem Grundsatz der Kapitalerhaltung	219
2. Das Liquiditätsproblem	220
3. Bewertungsproblem	223
III. Ergebnis	225
§ 7 Der Grundsatz der Satzungsstrenge	225
I. Umgehungssachverhalte	225
1. Nebenabreden	226
2. Umgehung der Satzungsstrenge im Konzern	227
3. Ausweichen auf andere Rechtsordnungen	228
II. Innovationsfeindlichkeit und Inflexibilität	229
III. Legitimierungsansätze für den Grundsatz der Satzungsstrenge	231
1. Gläubigerschutz	232
2. Rechtssicherheit	233
3. Mindestschutz für Anleger und Aktionäre vor horizontalen Agency-Konflikten	234
4. Ergebnis: Keine hinreichende Legitimation des Grundsatzes der Satzungsstrenge	240
IV. Vollständige Gestaltungsfreiheit bei nichtbörsennotierten Gesellschaften?	241
V. Reformvorschlag	245
§ 8 Der stimmrechtslose Anlageaktionär	247
I. Die Entwicklung der begrifflichen Klassifizierung in Anlage- und Unternehmensaktionäre	247

II. Die Entwicklung der Mitgliedschaft im AktG: Tendenzen	
zum reinen Vermögensschutz bei Kleinanlegern	249
1. Einschränkungen der Anfechtungsklage	250
2. Ausschluss von Minderheitsaktionären	252
3. Vereinfachter Ausschluss des Bezugsrechts (§ 186 III 4 AktG)	253
4. Stimmrechtslose Vorzugsaktien	256
5. Ergebnisse	259
III. Mülberts Konzept der hybriden Aktionärsstellung	260
IV. Kritik an Mülberts Konzept: Durchbrechung der Dichotomie zwischen Aktionärsstellung und rein schuldrechtlicher Gläubigerstellung	263
V. Widerspruch zur Idee der Aktionärsdemokratie?	265
VI. Die Professionalisierung der Hauptversammlung als Beitrag zur Verbesserung der Corporate Governance	269
1. Die Möglichkeit der Fremdorganschaft als Mittel der Professionalisierung	269
2. Die Trennung von Eigentum und Kontrolle und der daraus resultierende vertikale Agency-Konflikt	270
3. Gängige Lösungsstrategien	273
4. Die Lösung durch eine professionalisierte Hauptversammlung	275
5. Der Trend zur Stärkung des Organs Hauptversammlung gegenüber dem Vorstand	277
a) Holzmüller und Gelatine	278
b) Novellierung der Innenhaftung der Organe gemäß der §§ 147, 148 AktG	280
6. Die mögliche Rolle der aktiven, professionalisierten Aktionäre und ihre bisherigen Grenzen	282
7. Verbesserte Möglichkeiten der Blockbildung durch stimmrechtslose Anlageaktien	284
8. Zwischenergebnis	288
VII. Schutz der Anlageaktionäre durch die allgemeine materielle Beschlusskontrolle	289
VIII. Definition von Unternehmens- und Anlageaktionären	291
1. Subjektive Theorie: Das Interesse am Unternehmen	291
2. Objektive Theorie: Das Kriterium der Einflussnahmemöglichkeit	294

## *Inhaltsverzeichnis*

3. Verobjektivierte subjektive Lösung des InvAG-Regimes: Starre Unterscheidung anhand der Ausgabe der Aktiengattung Anlageaktie	296
IX. Reformvorschlag	298
1. Rechtstechnische Anforderungen an die Reform	298
2. Konkrete Umsetzung	300
Schluss	303
§ 9 Zusammenfassung der Ergebnisse	303
Literaturverzeichnis	311
Sachregister	331