

Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1: Einleitung	15
A. Gegenstand der Untersuchung	15
B. Gang der Untersuchung	19
Kapitel 2: Rechtspolitischer Hintergrund	21
A. Das Principal-Agent-Problem	21
I. Ausgangspunkt	21
II. Definition einer Principal-Agent-Beziehung	22
III. Voraussetzungen einer Principal-Agent-Beziehung	22
1. Vertragsverhältnis	22
2. Exogene Störfaktoren	23
3. Informationsasymmetrien	24
4. Interessendivergenz	25
IV. Principal-Agent-Problem	26
1. Definition des Principal-Agent-Problems	26
2. Moral Hazard („Moralisches Risiko“)	27
3. Agency-Kosten („Agentenkosten“)	28
4. Relevanz des Agency-Problems	29
a) Trennung von Eigentum und Kontrolle	29
b) Bedeutung für Deutschland	32
c) Agency-Theorie der Unternehmen	33
aa) Hintergrund	33
bb) Annahmen	34
5. Lösungsansätze für das Agency-Problem	37
B. Das Short-Termism-Problem	39
I. Definition von Short-Termism	39
1. Begriffsbestimmung	39
2. Verwandtschaft zum Gesellschaftsrecht	40
3. Abgrenzung zu „Sustainability“	42
II. Relevanz des Short-Termism-Problems	43
1. Short-Termism als Interessenkonflikt	43
2. Bedeutung in der Investmentkette	43

Inhaltsverzeichnis

III. Ausdrucksformen von Short-Termism	45
1. Corporate Short-Termism	45
2. Investment Short-Termism	46
IV. Validität von Short-Termism	51
1. Divergierende Ansichten	51
a) Herrschende Meinung	51
b) Auffassung <i>Bebchuk</i>	54
c) Vorteile von Short-Termism?	55
d) Stellungnahme	57
aa) Kritik an <i>Bebchuk</i>	57
bb) Earnings Management	59
cc) Umweltschäden	64
dd) Exzessiver Risikoappetit	67
ee) Makroökonomische Folgen	68
2. Schlussfolgerung	69
V. Lösungsansätze für das Short-Termism-Problem	70
C. Shareholder Engagement	71
I. Definition von Shareholder Engagement	71
1. Kein einheitliches Begriffsverständnis	71
2. Eigene Definition	73
II. Sinn und Zweck von Shareholder Engagement	73
1. Principal-Agent-Problem	73
a) Angestrebtes Ziel	73
b) Offene Fragen	76
c) Mögliche Antworten	79
d) Würdigung	83
2. Short-Termism-Problem	85
3. Konnexität beider Probleme	86
III. Träger von Shareholder Engagement	87
1. Aktionäre	87
a) Aktionäre als „Eigentümer“ der Gesellschaft	88
b) Aktionäre als „residual claimants“ bzw. „risk bearers“	90
2. Aktive und aktivistische Aktionäre	94
a) Aktive Aktionäre	94
b) Aktivistische Aktionäre	95
c) Bedeutung für Shareholder Engagement	97
3. Institutionelle Aktionäre als aktive Aktionäre	99
a) Begriff der institutionellen Aktionäre	99

b) Eignung zur Kontrolle des Managements	101
IV. Beweggründe für Shareholder Engagement	104
1. Wertsteigerung in den Beteiligungsgesellschaften	105
2. Soziale Verantwortung von Beteiligungsgesellschaften	107
V. Instrumente von Shareholder Engagement	109
1. Formelle Instrumente	110
a) Rechte in der Hauptversammlung	110
aa) Stimmrecht, §§ 12, 133 ff. AktG	110
bb) Beschlussantragsrecht, § 126 AktG	118
cc) Auskunftsrecht, § 131 AktG	119
b) Rechte im Vorfeld der Hauptversammlung	121
aa) Einberufung außerordentlicher Hauptversammlungen, § 122 Abs. 1 AktG	121
bb) Ergänzung der Tagesordnung, § 122 Abs. 2 AktG	122
c) Rechte außerhalb der Hauptversammlung	122
aa) Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen, §§ 241 ff. AktG	123
bb) Gerichtliche Bestellung des Aufsichtsrats, § 104 AktG	124
2. Informelle Instrumente	125
a) Persönliche Gespräche	125
b) Öffentlichkeitswirksames Auftreten	128
c) Koalitionen mit anderen Aktionären	130
3. Schlussfolgerung	132
VI. Rechtliche Würdigung von „Shareholder Engagement“	132
1. Vereinbarkeit mit dem Aktienrecht	133
a) Leitungskompetenz des Vorstands, § 76 AktG	133
b) Keine „Kompetenzkompetenz“ der Hauptversammlung, § 119 Abs. 2 AktG	134
c) Organhaftung der Mitglieder des Vorstands, §§ 93 Abs. 2 S. 1, 2 AktG	137
d) Überwachungskompetenz des Aufsichtsrats, § 111 Abs. 1 AktG	137
e) Haftung der Mitglieder des Aufsichtsrats, §§ 93 Abs. 2 S. 1, 2, 116 S. 1 AktG	140
f) Gleichbehandlungsgebot der Aktionäre, § 53 a AktG	141
g) Aktionärsinformation über die Hauptversammlung, § 131 Abs. 1 AktG	143
h) Nachinformationsanspruch aus § 131 Abs. 4 AktG	144

Inhaltsverzeichnis

i) Nebenleistungsfreiheit der Aktionäre, § 54 AktG	145
j) Ungeschriebenes Recht auf unternehmerisches Desinteresse	146
2. Schlussfolgerung	147
D. Ergebnis	147
 Kapitel 3: Änderungsvorschläge der RL	150
A. Anwendungsbereich	150
I. Regelungadressaten	150
II. Zielgesellschaften	153
B. Verbindlichkeit	154
C. Regelungsprobleme	156
I. Zwischen Aktionären und Vorstand	156
II. Zwischen institutionellen Aktionären und wirtschaftlich Berechtigten	156
III. Zwischen institutionellen Aktionären und Vermögensverwaltern	157
D. Einzelne Regelungsvorschläge	159
I. Einbeziehungspolitik, Art. 3 f der RL	159
1. Regelungszweck	159
2. Regelungsvorschlag	160
3. Kommentierung	164
II. Anlagestrategie, Art. 3 g der RL	169
1. Regelungszweck	169
2. Regelungsvorschlag	169
3. Kommentierung	171
III. Transparenz, Art. 3 h der RL	171
1. Regelungszweck	171
2. Regelungsvorschlag	172
3. Kommentierung	173
E. Durchsetzung („Enforcement“)	176
I. Public Enforcement	176
II. Private Enforcement	177
1. Auswirkungen auf das Stimmrecht	177
2. Auswirkungen auf die einzelne Stimmabgabe	178
3. Schadensersatzpflichten	178

III. Schlussfolgerung	179
Kapitel 4: Bewertung der Änderungsvorschläge der EU-Kommission	180
A. Principal-Agent-Problem	180
I. Eignung der Vorschriften zur Überwindung von Shareholder Passivity	181
1. Gründe für Shareholder Passivity	181
a) Kosten-Nutzen-Erwägungen	181
b) Trittbrettfahrerproblem	182
c) Interessenkonflikte	185
d) Fehlende Ressourcen und Anreize	187
e) Geringe Beteiligungsgröße	189
f) Passive Anlagestrategien	191
g) Fehlender Sachverstand über Engagement	193
h) Verschiebung des Agency-Problems	196
i) Liquidität vs. Kontrolle	199
j) „Acting in concert“-Vorschriften	202
2. Weitere Gründe für die Ineffektivität der Vorschriften	203
a) Begrenzter Anwendungsbereich der Vorschriften	203
b) „Comply-or-Explain“-Ansatz	204
c) Fehlende Aufsichtsbehörde	205
3. Ergebnis	207
II. Alternative Wege zur Überwindung von Shareholder Passivity	208
1. Denkbare Maßnahmen	208
a) Verpflichtung zur Ausübung von Aktionärsrechten?	208
aa) Vorschlag im Einzelnen	208
bb) Kritische Würdigung	210
b) Stärkung von Aktionärsrechten?	215
aa) Das Konzept von Shareholder Empowerment	215
bb) Vorschlag von Bechtchuk	216
cc) Kritische Würdigung	217
c) Treuepflichten institutioneller Aktionäre?	225
d) Aufwendungsersatz durch Beteiligungsgesellschaft?	226
e) Lockerung der Diversifikationsvorgaben?	229
f) Anhebung der Kontrollschwelle?	231
g) Einführung von Engagement-Dividenden	232

Inhaltsverzeichnis

2. Ergebnis	238
III. Regulierungsvorschlag einer Engagement-Dividende	239
1. Fakultative oder obligatorische Dividende	239
2. Voraussetzungen für Bezugsberechtigung	241
a) Bezugsberechtigtes Verhalten	241
b) Bezugsberechtigte Personen	246
aa) Institutionelle Aktionäre	246
bb) Stimmberchtigte institutionelle Aktionäre	247
cc) Materiell- oder formell-berechtigte institutionelle Aktionäre?	248
3. Gesetzlicher Anknüpfungspunkt	251
a) Engagement-Prämie als Aufwand	251
aa) Verbot der Einlagenrückgewähr, § 57 Abs. 1 S. 1 AktG	252
bb) Betriebliche Notwendigkeit der Zuwendung?	253
cc) Änderung des § 57 Abs. 1 S. 1 AktG?	255
dd) Schlussfolgerung	256
b) Engagement-Prämie als disquotale Gewinnverteilung, § 60 Abs. 3 AktG	256
aa) Verstoß gegen § 58 Abs. 4 AktG	257
bb) Mehrheitserfordernisse für Änderungsbeschluss	257
cc) Vereinbarkeit mit § 139 AktG	258
dd) Sonderbeschluss nach § 141 Abs. 1 AktG	261
ee) Zustimmungserfordernis nach § 179 Abs. 3 AktG	262
ff) Schlussfolgerung	262
c) Engagement-Prämie als „andere Verwendung“ i.S.v. § 58 Abs. 3 S. 2 AktG	263
aa) Fehlende Anreizfunktion einer Satzungsermächtigung	263
bb) Begriff der „anderen Verwendung“	265
cc) Verstoß gegen § 139 Abs. 1 AktG	269
dd) Mehrheitserfordernis für Satzungsverpflichtung	269
ee) Sonderbeschluss nach § 141 Abs. 1 AktG	272
ff) Zustimmungserfordernis nach § 179 Abs. 3 AktG	273
gg) Gebot der Gleichbehandlung, § 53 a AktG	273
hh) Schlussfolgerung	277
4. Modelle einer Engagement-Prämie	278
5. Vorschlag einer Satzungsregelung	280
IV. Zusammenfassung	280

B. Short-Termism-Problem	281
I. Eignung der Vorschriften zur Überwindung von Short-Termism	281
1. Gründe für Investment Short-Termism	281
a) Vergütungs- und Bewertungsstrukturen	281
b) Rolle der Markteffizienzhypothese	286
c) Aktive Anlagestrategien	289
d) Geringere Transaktionskosten	290
e) Intransparente Anlagestrategien	292
f) Kurzer Zeithorizont	293
g) Herdenverhalten	296
2. Gründe für Corporate Short-Termism	297
a) Vergütungsstrukturen	297
b) Druck durch Investoren	302
c) Rolle von Quartalsberichten	303
aa) Ausgangspunkt	304
bb) Rechtliche Grundlagen	305
cc) Earnings Guidance	307
dd) Einfluss auf Short-Termism	314
ee) Reaktion der EU-Organne	315
d) Reputation und Mandatszeit	316
e) Shareholder-Value-Ansatz	319
aa) Dimensionen des Shareholder-Value-Konzepts	320
bb) Keine Anknüpfung im Recht	323
cc) Einfluss auf Short-Termism	356
dd) Reaktion der EU-Organne	356
3. Ergebnis	356
II. Alternative Wege zur Überwindung von Investment Short-Termism	357
1. Denkbare Maßnahmen zur Überwindung von Investment Short-Termism	358
a) Zwingende Mindesthaltezeiten?	359
b) Einschränkung des Stimmrechts?	360
c) Einführung einer Short-Termism-Steuer?	362
d) Treuepflichten gegenüber wirtschaftlich Berechtigten?	369
e) Treuepflichten gegenüber der Gesellschaft?	373
f) Begünstigung passiver Anlagestrategien?	377
g) Zwingende Eigenbeteiligungen an Fonds?	379

Inhaltsverzeichnis

h) Gewährung von Loyalitätsdividenden	381
i) Einräumung von Loyalitätsaktien	384
j) Einführung von Loyalitätsstimmrechten	386
aa) Vorschlag	386
bb) Möglichkeiten der Umsetzung	386
cc) Argumente für Loyalitätsstimmrechte	387
dd) Einwände gegen Loyalitätsstimmrechte	388
k) Veränderung der Vergütungssysteme	391
2. Schlussfolgerung	393
III. Alternative Wege zur Überwindung von Corporate Short-Termism	394
1. Denkbare Maßnahmen zur Überwindung von Corporate Short-Termism	395
a) „Befreiung“ des Managements?	395
b) Errichtung von „Shareholder Advisory Committees“?	397
c) Veränderung der Vergütungssysteme	399
d) Konkretisierung der Treuepflicht des Vorstands	400
aa) Vorschlag	400
bb) Argumente für eine Konkretisierung	401
cc) Einwände gegen die Treuepflicht	401
e) Reformierung der Leitungsmaxime des Vorstands	405
aa) Vorschläge zur Anpassung	405
bb) Argumente für eine Anpassung	406
cc) Einwände gegen eine Anpassung	407
dd) Stellungnahme	410
f) Konkretisierung der Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats	414
g) Abschaffung von Earnings Guidance	414
2. Schlussfolgerung	417
IV. Ergebnis	418
Kapitel 5: Fazit	420
A. Gesamtergebnis	420
B. Schlussbetrachtung	423
C. Ausblick	428
Literaturverzeichnis	431