

# Inhaltsübersicht

A. Einführung	27
I. Bisherige Regulierung	32
II. Regulierung der Änderungsrichtlinie	32
III. Notwendigkeit einer weitergehenden Regulierung	33
B. Interessenkonflikte und deren Definition im Aktienrecht	34
I. Kasuistischer Konfliktbegriff	35
II. "Entgrenzung" des Konfliktbegriffs	53
III. Zwischenergebnis	63
IV. Keine Generalnorm vs. Treuepflicht	64
V. Abgrenzung zur Pflichtenkollision	67
VI. Zwischenergebnis	68
C. Die Aktionärsrechterichtlinie	70
D. Begriffsbestimmungen	74
I. Institutionelle Anleger	74
II. Vermögensverwalter	99
III. Zwischenergebnis	137
IV. Stimmrechtsberater	138
V. Weitere Untersuchung	158
E. Konkrete Interessenkonflikte	161
I. Vermögensverwalter	161
II. Stimmrechtsberater	181
III. Zwischenergebnis	195
F. Bisherige europäische Regulierung zu Interessenkonflikten	198
I. Stimmrechtsberater	198

II. Zwischenergebnis	218
III. Vermögensverwalter	219
G. Spezifische Verpflichtungen der KVG im deutschen Recht	270
I. Stimmrechtsausübungspflicht	271
II. Bisherige Regularien bei der Nutzung von Stimmrechtsberatern	282
H. Konkrete Regulierung durch die Änderungsrichtlinie	321
I. Regulierung der Vermögensverwalter	321
II. Transparenzregeln für Stimmrechtsberater	342
III. Abrundungsregelungen	350
IV. Umsetzung ins deutsche Rechte	352
I. Regelungssystematik der Änderungsrichtlinie	356
I. Der Regelungsansatz	356
II. Der Konfliktbegriff der ARRL	379
III. Informationsadressat	383
J. Notwendigkeit weiterer Regulierung	388
I. Regulierung der Vermögensverwalter	388
II. Weitere Regulierung von Stimmrechtsberatern	399
III. Zwischenergebnis	415
K. Ergebnisse	417
I. Allgemeine Befunde	417
II. Befunde mit Blick auf Vermögensverwalter	418
III. Befunde mit Blick auf Stimmrechtsberater	419
IV. Thesen zur weiteren Regulierungsbedürftigkeit	421
Literaturverzeichnis	423

# Inhaltsverzeichnis

A. Einführung	27
I. Bisherige Regulierung	32
II. Regulierung der Änderungsrichtlinie	32
III. Notwendigkeit einer weitergehenden Regulierung	33
B. Interessenkonflikte und deren Definition im Aktienrecht	34
I. Kasuistischer Konfliktbegriff	35
1. Stimmrechtbezogene Konfliktregularien	36
a) § 34 BGB	36
b) § 135 AktG	40
c) Zwischenergebnis	43
2. Sonstige Konfliktregularien	44
3. Zwischenergebnis	47
4. Kritik an der kasuistischen Herangehensweise	48
II. "Entgrenzung" des Konfliktbegriffs	53
1. Europarechtliche Vorgaben	53
2. Der „entgrenzte“ Konfliktbegriff im AktG	59
3. Kritik am entgrenzten Konfliktbegriff	62
III. Zwischenergebnis	63
IV. Keine Generalnorm vs. Treuepflicht	64
V. Abgrenzung zur Pflichtenkollision	67
VI. Zwischenergebnis	68
C. Die Aktionärsrechterichtlinie	70
D. Begriffsbestimmungen	74
I. Institutionelle Anleger	74
1. Vorgaben der Richtlinie	74
a) Art. 2 lit. e i) der Aktionärsrechterichtlinie	75
aa) Definitionsgrundlage	75
bb) Ausnahmen	76

b) Art. 2 lit. e ii) der Aktionärsrechterichtlinie	77
aa) Definitionsgrundlage	77
bb) Ausnahmen	78
c) Zusätzliche Einschränkung	81
d) Umsetzung ins deutsche Recht	81
2. Vergleich mit anderen Definitionen	84
a) Enumerativer Definitionsansatz	84
b) Abstrakte Definitionsansätze	86
c) Deutscher Gesetzgeber	87
3. Zwischenergebnis	88
4. Wirtschaftliche Kennziffern	89
a) Lebens(rück)versicherer	90
b) Pensionskassen/-fonds	92
c) Zwischenergebnis für Deutschland	95
d) Europäische Vergleichswerte	97
5. Zwischenergebnis	98
II. Vermögensverwalter	99
1. Vorgaben der Richtlinie	99
a) Individuelle Vermögensverwaltung	100
b) Kollektive Vermögensverwaltung	102
aa) OGAW-Verwaltungs- oder Investmentgesellschaft	102
(a) Definitionsgrundlage	103
(b) Ausnahmen	105
(1) Geschlossene OGAW	105
(2) EU-Herkunftsstaat	106
bb) AIFM	107
(a) Definitionsgrundlage	108
(b) Ausnahmen	109
(c) Rückausnahme	111
c) Weitere Einschränkung über Art. 1 Abs. 6 lit.b	113
d) Umsetzung ins deutsche Recht	116
e) Zwischenergebnis	117
2. Kapitalverwaltungsgesellschaften nach deutschem Recht	117
a) Investmentvermögen und dessen Verhältnis zur KVG	118
aa) Verschiedene Kategorien an Investmentvermögen	119
bb) Rechtliche Strukturierung der Investmentvermögen	120
(a) Vertragsmodell / Sondervermögen	121
(b) Investmentgesellschaftsmodell	123
b) Unmittelbare Vorgaben für die KVG	129
c) Verwahrstelle	130

c) Zwischenergebnis	132
3. Wirtschaftliche Kennziffern	133
III. Zwischenergebnis	137
IV. Stimmrechtsberater	138
1. Vorgaben der Richtlinie	138
2. Umsetzung ins deutsche Recht	140
3. Vergleich zu anderen Definitionsansätzen	141
4. Arbeitsweise der Stimmrechtsberater	144
5. Wirtschaftliche Kennziffern	148
a) Anbieter	149
b) Marktmacht	152
aa) Unmittelbarer Einfluss	152
bb) Mittelbarer Einfluss	155
c) Zwischenergebnis	156
V. Weitere Untersuchung	158
E. Konkrete Interessenkonflikte	161
I. Vermögensverwalter	161
1. Passivität	162
a) Rationale Apathie	163
aa) Grundproblematik	163
bb) Verschärfung bei Vermögensverwaltern	164
cc) Verschärfung durch Vergütungssystem	165
b) Diversifizierung	166
c) Weitere maßgebende Interessenkonflikte	168
aa) Interessen der Konzernmutter	168
bb) Kundeneinfluss	171
cc) Kundenwahrnehmung	171
dd) Zwischenergebnis	172
2. Kurzfristigkeit	173
3. Wirtschaftliche Anreize	174
a) Befund der Kommission	174
b) Behavioral Finance als finanztheoretische Grundlage	176
4. Sonstige Konfliktsituationen	179
5. Zwischenergebnis	180
II. Stimmrechtsberater	181
1. Parallele Corporate Governance-Beratung	182
2. Einfluss der Zielgesellschaften	185

3. Dialog mit Zielgesellschaften	186
4. Einfluss der Kunden	188
5. Einfluss der Eigentümer	189
6. Wirtschaftlich Interessenkonflikte	191
7. Verstärkung der Konfliktsituation durch Marktsituation	193
8. Offengelegte Konfliktsituationen	194
III. Zwischenergebnis	195
F. Bisherige europäische Regulierung zu Interessenkonflikten	198
I. Stimmrechtsberater	198
1. Mitgliedstaatliche Empfehlungen	199
a) UK Stewardship Code	200
b) AMF Recommendation	201
aa) Inhaltliche Regelung	202
bb) Regelungssystematik	203
c) Zwischenergebnis	205
2. Europäische Regulierung	205
a) Konsultation der Europäischen Kommission	206
b) Konsultation der ESMA	207
c) Selbstregulierung der Branche	210
aa) Inhaltliche Regelung	211
bb) Regelungssystematik	212
d) Reaktionen auf Selbstregulierung	214
II. Zwischenergebnis	218
III. Vermögensverwalter	219
1. Richtlinienvorgaben	220
a) OGAW-Richtlinie	222
aa) Entwicklung	222
bb) Regulierung von Interessenkonflikten	222
(a) Regulierung durch die Rahmenrichtlinie	223
(b) Durchführungsrichtlinie	225
(1) Konfliktanalyse	225
(2) Konfliktvermeidung	229
(3) Konfliktbehandlung	230
(4) Stimmrechtsbezogene Konfliktsituationen	232
cc) Umsetzung im deutschen Recht	234
b) AIFM-Richtlinie	234
aa) Konfliktregulierung durch die AIFM-Richtlinie	236
(a) Allgemeine Konfliktregelungen	236

(b) Spezifische Konfliktregelungen	239
(c) Zwischenergebnis	240
bb) Konkretisierung durch die Durchführungsverordnung	241
cc) Regulierung der Stimmrechtsausübung	244
dd) Umsetzung in Deutschland	245
c) Adressierte Interessenkonflikte	246
d) Regelungssystematik	247
aa) Interner Regelungsauftrag	248
bb) Inhaltliche Konkretisierung im Einzelfall	248
cc) Keine Strategievorgaben	249
dd) Eingeschränkte Überwachung durch den Markt	250
ee) Zwischenergebnis	251
ff) Vor- und Nachteile der Regelungssystematik	252
(a) Nachteile der Regelungssystematik	252
(b) Vorteile der Regelungssystematik	252
e) Konfliktbegriff	254
aa) Ausgangspunkt: entgrenzter Konfliktbegriff	254
bb) Kasuistische Ergänzung	255
cc) Zwischenergebnis	255
2. Verhaltenskodizes	256
a) Verhaltenskodizes als sog. „Soft Law“	256
b) BVI-Wohlverhaltensregeln	258
aa) Allgemein	258
bb) Konkret adressierte Interessenkonflikte	259
cc) Mitwirkungsbezogene Interessenkonflikte	260
dd) Zwischenergebnis	261
c) UK Stewardship Code	262
aa) Entstehungsgeschichte	263
bb) Inhaltliche Vorgaben	264
cc) Regelungssystematik	265
c) Zwischenergebnis	268
G. Spezifische Verpflichtungen der KVG im deutschen Recht	270
I. Stimmrechtsausübungspflicht	271
1. Pflicht aus dem Aktienrecht	271
2. Pflicht aus dem (fiduziarischen) Verhältnis zum Anleger	274
a) Grundlage	274
b) Ausformung durch KAGB	276
aa) § 94 KAGB	276
bb) Allgemeine Verhaltenspflichten	279

cc) Zwischenergebnis	280
3. Regierungskommission „Corporate Governance“	281
II. Bisherige Regularien bei der Nutzung von Stimmrechtsberatern	282
1. Pflichten aus dem Aktienrecht	283
a) § 135 AktG	283
aa) Allgemeiner Regelungsgehalt	283
bb) Bisherige Anwendbarkeit auf Stimmrechtsberater	285
(a) Vertretende Stimmrechtsberater	285
(b) Analogie bei reiner Stimmrechtsberatung	287
cc) Heutige Rechtslage	290
b) Mitgliedschaftliche Treuepflicht	291
aa) Bindung der Aktionäre	291
bb) Bindung der Stimmrechtsberater	293
c) Zwischenergebnis	293
2. Pflichten aus dem fiduziarischen Verhältnis / KAGB	294
a) Zivilrechtliche Einschränkungen	294
b) Spezielle Vorgaben des § 94 KAGB	295
aa) Zielrichtung des § 94 KAGB	295
bb) § 94 S. 5 KAGB bei der Heranziehung von Stimmrechtsberatern	296
cc) Unabhängigkeit der Stimmrechtsberater	299
(a) Dialog mit der Zielgesellschaft	300
(b) Unterschiedliche Interessen der Kunden	301
(c) One size fits all-Ansatz	301
(d) Einfluss der Eigentümer	302
(e) Parallele Corporate Governance Beratung	303
(f) Vergleich zur Vergütungsberatung	305
dd) Zwischenergebnis	307
c) Allgemeine Vorgaben des KAGB	307
aa) Auslagerung im Sinne von § 36 KAGB	308
(a) Allgemeiner Regelungsgehalt von § 36 KAGB	308
(b) Anwendbarkeit bei Stimmrechtsberatern	310
(c) Fehlende Zuverlässigkeit	314
(d) Zwischenergebnis	316
bb) Allgemeine Verhaltens- und Organisationspflichten	317
e) Zwischenergebnis	320



H. Konkrete Regulierung durch die Änderungsrichtlinie	321
I. Regulierung der Vermögensverwalter	321
1. Zielsetzung der Richtlinie	321
2. Konkrete Regulierung der Vermögensverwalter	322
a) Art. 3g ARRL	322
aa) Inhaltliche Regelung	322
(a) Allgemeine Mitwirkungspolitik	322
(b) Konkreten Mitwirkungsbericht	325
(c) Erstreckung der AIFM-/OGAW-Regelungen	326
bb) Adressierte Interessenkonflikte	327
b) Art. 3h Abs. 2 ARRL	331
aa) Inhaltliche Regelung	331
bb) Adressierte Interessenkonflikte	333
c) Art. 3i ARRL	335
aa) Inhaltliche Regelung	335
bb) Adressierte Interessenkonflikte	337
(a) Vergütungs- und Bewertungsstruktur	337
(b) Wertpapierleihe	339
(c) Einsatz von Stimmrechtsberatern	340
(d) Allgemeine Offenlegung	341
II. Transparenzregeln für Stimmrechtsberater	342
1. Zielsetzung der Richtlinie	342
2. Konkrete Regulierung	343
a) Inhaltliche Regelung des Art. 3j ARRL	343
aa) Art. 3j Abs. 1 ARRL	343
bb) Art. 3j Abs. 2 ARRL	344
cc) Art. 3j Abs. 3 ARRL	345
b) Adressierte Interessenkonflikte	347
aa) One size fits all	347
bb) Dialog mit der Zielgesellschaft	348
cc) Parallele Corporate Governance-Beratung	348
dd) Generalnorm	349
ee) Mittelbare Konfliktregulierung	349
III. Abrundungsregelungen	350
1. Überprüfung nach Art. 3k ARRL	350
2. Sanktionierung nach Art. 14b ARRL	352
IV. Umsetzung ins deutsche Rechte	352

I. Regelungssystematik der Änderungsrichtlinie	356
I. Der Regelungsansatz	356
1. Regelungsansatz mit Blick auf Vermögensverwalter	356
a) AIFM- und OGAW-Richtlinie als Ausgangspunkt	356
b) Konkrete Unterschiede in der Regelungssystematik	357
aa) Fokus auf Publizität gegenüber jedermann	357
bb) Lediglich mittelbare inhaltliche Vorgaben	360
cc) Präferierung von konkreter Anlagestrategie	361
(a) Vermögensverwalter – institutioneller Anleger	362
(b) Erweiterung auf übrige Vermögensverwaltung	362
(c) Systematischer Anknüpfungspunkt	364
(1) Keine aktienrechtliche Grundlage	364
(2) Contract Governance	366
(d) Kritische Betrachtung	367
dd) Zukunftsziel Gemeinwohlausrichtung	370
c) Weiterentwicklung des ARRL-Ansatzes	374
d) Zwischenergebnis	375
2. Regelungsansatz mit Blick auf Stimmrechtsberater	375
a) Anknüpfung an Selbstregulierung und ESMA	375
b) Mindestanforderungen an Transparenz	377
c) Zwischenergebnis	378
II. Der Konfliktbegriff der ARRL	379
1. Konfliktbegriff hinsichtlich Vermögensverwaltern	380
2. Konfliktbegriff hinsichtlich Stimmrechtsberatern	381
III. Informationsadressat	383
J. Notwendigkeit weiterer Regulierung	388
I. Regulierung der Vermögensverwalter	388
1. Potentielle weitergehende Regulierung	388
a) Vorschläge der Kommission	389
b) Vorschlag des Parlaments	389
c) Vorschlag des ECON-Ausschusses	390
2. Kein weitergehendes Regelungsbedürfnis	391
a) Keine Schutzbedürftigkeit	391
b) Anlageentscheidung durch Anleger	393
c) Insbesondere keine Treuestimmrecht/-dividende	396
3. Politischer Diskurs	397

II. Weitere Regulierung von Stimmrechtsberatern	399
1. Detaillierter Rechtsrahmen als Regelungskonzept	400
2. Regelungsbedürfnis	402
a) Kunden	402
b) Mitaktionäre	404
c) Zielgesellschaft	405
aa) Dialog mit der Zielgesellschaft	405
bb) Parallele Corporate Governance Beratung	409
d) Endbegünstigte	412
3. Überregulierung als Gefahr für den Markt	413
4. Verantwortung der Kunden	414
III. Zwischenergebnis	415
K. Ergebnisse	417
I. Allgemeine Befunde	417
II. Befunde mit Blick auf Vermögensverwalter	418
III. Befunde mit Blick auf Stimmrechtsberater	419
IV. Thesen zur weiteren Regulierungsbedürftigkeit	421
Literaturverzeichnis	423