

LEONARD PHILIPP MITTMANN

Zusammenarbeit
institutioneller Aktionäre

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
127*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

127



Leonard Philipp Mittmann

Zusammenarbeit institutioneller Aktionäre

Eine Untersuchung an der Schnittstelle
zwischen Corporate Governance und Acting in Concert

Mohr Siebeck

Leonard Philipp Mittmann, geboren 1994; Studium der Rechtswissenschaft und Wirtschaftswissenschaften (M.A.) an der EBS Universität für Wirtschaft und Recht, Wiesbaden sowie der Queen's University, Kingston (Kanada); Rechtsreferendariat am Landgericht Wiesbaden; 2023 Promotion (Albert-Ludwigs-Universität Freiburg); Rechtsanwalt in Frankfurt am Main.

Gedruckt mit Unterstützung der Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung, Hamburg

ISBN 978-3-16-163640-0 / eISBN 978-3-16-163641-7

DOI 10.1628/978-3-16-163641-7

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <https://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2024 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von epline in Bodelshausen aus der Times New Roman gesetzt, von Laupp & Göbel in Gomaringen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Nädele in Nehren gebunden.

Printed in Germany.

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2023/2024 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg als Dissertation angenommen.

Mein besonderer Dank gebührt meinem Doktorvater Herrn Professor Jan Lieder, der dieses Dissertationsvorhaben betreut und mit wertvollen Denkanstößen und klugen Ratschlägen in vielfältiger Weise unterstützt hat. Großen Dank schulde ich zudem Herrn Professor Merkt für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Bedanken möchte ich mich auch bei den Herren Professoren Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil für die Aufnahme dieser Arbeit in die Reihe *Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht* sowie dem Verlag für die Möglichkeit und Unterstützung bei der Veröffentlichung in dieser Schriftenreihe. Zur Erstellung und Veröffentlichung der Arbeit hat die Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung durch die großzügige Gewährung eines Druckkostenzuschusses wesentlich beigetragen. Den Vorständen und Stiftern danke ich sehr herzlich.

Zutiefst dankbar bin ich meiner Freundin Cecilia, die durch ihre stetige Unterstützung, ihre Geduld und ihr Vertrauen einen unentbehrlichen Beitrag zum erfolgreichen Abschluss dieses Vorhabens geleistet hat.

Größter Dank gebührt schließlich meinen Eltern Brigitte und Ulrich, die mich bedingungslos bei all meinen Unternehmungen unterstützen und mir stets vollkommenen Rückhalt sowie grenzenloses Vertrauen und Zuversicht schenken. Ihnen ist diese Arbeit in tiefster Dankbarkeit gewidmet.

Frankfurt am Main, im Frühjahr 2024

Leonard Philipp Mittmann

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XIX
Abbildungsverzeichnis	XXV
Einleitung	1
Teil 1: Institutionelle Aktionäre im Corporate Governance System deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften	7
§ 1 <i>Grundzüge der Corporate Governance deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften</i>	7
§ 2 <i>Institutionelle Aktionäre als bedeutende Anteilseigner börsennotierter Unternehmen</i>	27
§ 3 <i>Einbindung institutioneller Aktionäre in die Unternehmensüberwachung</i>	57
Teil 2: Kollektive Aktionärsengagements vor dem Hintergrund des Acting in Concert	109
§ 4 <i>Acting in Concert im europäischen Richtlinienrecht</i>	111
§ 5 <i>Acting in Concert im deutschen Kapitalmarktrecht</i>	132
§ 6 <i>Abschließende Bewertung und Schlussfolgerungen</i>	233
Zusammenfassung der wesentlichen Untersuchungsergebnisse	245
Literaturverzeichnis	255
Sachregister	281

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XIX
Abbildungsverzeichnis	XXV
Einleitung	1
A. Einführung in den Untersuchungsgegenstand	1
B. Gang der Untersuchung	4
Teil I: Institutionelle Aktionäre im Corporate Governance System deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften	7
<i>§ 1 Grundzüge der Corporate Governance deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften</i>	<i>7</i>
A. Konzeptionelle Vorüberlegungen	8
I. Begriff und Zielsetzung der Corporate Governance	8
II. Prinzipal-Agent-Konflikt als rechtsökonomischer Hintergrund	10
1. Trennung von Eigentum und Kontrolle	10
2. Aktionär-Management-Beziehung als Prinzipal-Agent-Beziehung ..	12
a) Grundlagen der Prinzipal-Agent-Theorie	12
b) Prinzipal-Agent-Konflikt in Publikumsgesellschaften	13
III. Corporate Governance Mechanismen zur Kontrolle und Überwachung des Managements	15
1. Externe Überwachungsmechanismen	15
2. Interne Überwachungsmechanismen	17
B. Rechtstatsächliche Veränderungen im Corporate Governance System deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften	19
I. Vom konzentrierten Anteilsbesitz zum institutionellen Streubesitz ...	20
1. „Deutschland-AG“	20
2. Abbau der Verflechtungsstrukturen	22
3. Institutionalisierung des Aktienbesitzes	23
II. Internationalisierung der Aktionärsstruktur	25
III. Zwischenergebnis	26

§ 2	<i>Institutionelle Aktionäre als bedeutende Anteilseigner börsennotierter Unternehmen</i>	27
A.	Begriffsbestimmung: Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter . . .	27
I.	Der „institutionelle Anleger“ in Literatur und Gesetzgebung	28
1.	Begriffsverständnis in der Literatur	28
2.	Begriffsverständnis im deutschen Aktien- und Kapitalmarktrecht . .	29
a)	Aktienrechtliches Begriffsverständnis	30
aa)	Institutioneller Anleger i. S. d. § 134a Abs. 1 Nr. 1 AktG . . .	30
bb)	Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK)	33
b)	Kapitalmarktrechtliches Begriffsverständnis	34
aa)	Kundenbegriff im WpHG	34
bb)	Anlegerbegriff im KAGB	35
3.	Zwischenergebnis	37
II.	Begriffsbestimmung anhand abstrakter Merkmale	38
1.	Kapitalsammelstelle	38
2.	Umfangreiches Anlagevolumen	38
3.	Fremdnützigkeit und treuhänderische Bindung	39
4.	Professionalität der Anlagetätigkeit	40
5.	Organisationsstruktur	41
III.	Abgrenzung institutioneller Anleger und Vermögensverwalter	42
B.	Wirtschaftlicher Aufstieg und gesellschafts-, sozial- sowie rechtspolitische Bedeutung institutioneller Aktionäre	44
I.	Wirtschaftliche Bedeutung institutioneller Anleger und Vermögensverwalter	44
1.	Begrenztes statistisches Datenmaterial	44
a)	Gesamtzahlen zum Anlagevermögen	45
b)	Investoren- und länderspezifischer Vergleich	46
aa)	Investmentfonds	47
bb)	Pensionsfonds	47
cc)	Versicherungsunternehmen	49
dd)	Bewertung und Prognose	49
2.	Bedeutung der Aktienanlage im Rahmen der Vermögensallokation	50
3.	Indirekte Kapitalanlage über Investmentvehikel	52
4.	Zwischenergebnis	53
II.	Gesellschafts- und sozialpolitischer Einfluss	54
III.	Bedeutung im Rahmen der Rechtsetzung	55
§ 3	<i>Einbindung institutioneller Aktionäre in die Unternehmensüberwachung</i>	57
A.	Die Corporate Governance Agenda der Europäischen Kommission – Zielsetzung und Erwartungshaltung	58
I.	Aktives Engagement institutioneller Aktionäre	59
II.	Langfristige Verbesserung der Corporate Governance und positive Wertentwicklung	61

B. Mangelndes Engagement institutioneller Aktionäre	63
I. Kollektivhandlungsproblem in Publikumsgesellschaften	64
1. „Trittbrettfahrer-Problem“	64
2. Kollektivhandlungsproblem und Streubesitz	66
II. Erheblicher Ressourcenaufwand	67
1. Personalkosten	68
2. Informations- und Implementierungskosten	68
3. Transferkosten	70
III. Interessenkonflikte	71
IV. Divergierende Anreizstrukturen entlang der Investmentkette	73
1. Unterschiedliche Investmentziele und Anlagehorizonte	73
a) Festlegung des Investmentziels	74
aa) Wachstumsstrategien	75
bb) Einkommensstrategien	75
cc) Verbindlichkeitsorientierte Strategien	76
b) Auswirkungen auf die Anreizstruktur	77
2. Unterschiedliche Investmentansätze bei der Wertpapieranlage	78
a) Aktive Anlagestrategien	78
aa) Grundlagen aktiver Anlagestrategien	78
bb) Auswirkungen auf die Anreizstruktur	79
(1) Besonderheiten bei Hedgefonds	80
(2) Verallgemeinerungsfähige Aussagen für aktiv gemanagte Aktienfonds	83
b) Passive Anlagestrategien	86
aa) Grundlagen passiver Anlagestrategien	86
bb) Auswirkungen auf die Anreizstruktur	88
3. Zwischenergebnis	91
V. Rechtliche Hindernisse	92
C. Zusammenarbeit institutioneller Aktionäre im Rahmen der Unternehmensüberwachung	94
I. Anekdotische Evidenz	95
1. „Wolf-packs“ aktivistischer Hedgefonds	96
2. „Teaming-up“ aktivistischer und nicht-aktivistischer institutioneller Investoren	97
3. Zusammenarbeit nicht-aktivistischer institutioneller Investoren ...	99
II. Zusammenarbeit von Investoren zur Reduzierung der Anlegerpassivität	103
1. Kostenverteilung und Reduzierung der Kollektivhandlungsprobleme	103
2. Verbesserung der Qualität und Effektivität des Engagements	104
3. Reputationsgewinne	104
4. Gegenseitige Kontrolle der Investoren	105
III. Rechtliche Hindernisse	105
D. Zwischenergebnis	107

Teil 2: Kollektive Aktionärsengagements vor dem Hintergrund des Acting in Concert	109
§ 4 <i>Acting in Concert im europäischen Richtlinienrecht</i>	111
A. Acting in Concert i. S. d. Transparenzrichtlinie	111
I. Richtlinienhistorie	111
II. Voraussetzungen eines Acting in Concert i. S. d. TRL	112
1. Vereinbarung	113
2. Langfristige Verfolgung einer gemeinsamen Politik bezüglich der Geschäftsführung	114
3. Einvernehmliche Stimmrechtsausübung	115
III. Änderung des Harmonisierungskonzepts	115
1. Übergang von Mindest- zur Vollharmonisierung	115
2. Bedeutung für die nationalen Regelungen zur Stimmrechtszurechnung in den Fällen des Acting in Concert	116
B. Acting in Concert i. S. d. Übernahmerichtlinie	118
I. Regelungszusammenhang und Voraussetzungen eines Acting in Concert i. S. d. ÜRL	118
II. Unterschiedliche Regelungskonzepte des Kontrollerwerbs	119
1. Erwerbprinzip der ÜRL	119
2. Loslösung vom Erwerbprinzip in § 35 Abs. 1 WpÜG	120
3. Richtlinienabweichende Ausgestaltung auch des Acting in Concert	121
III. Klarstellungsbemühungen der Europäischen Kommission	123
1. ESMA-Stellungnahme zum Acting in Concert	124
2. Praktische Auswirkungen und Reichweite der ESMA-Stellungnahme	125
a) Rechtsgrundlage der Stellungnahme	125
b) Fehlende Bindungswirkung der Stellungnahme	127
c) Begrenzte Reichweite der Auslegungs- und Orientierungshilfe	127
d) Begrenzte Aussagekraft für Verhaltensabstimmungen nach deutschem Recht	128
e) Bedeutung für das Transparenzregime	128
C. Bewertung und Schlussfolgerungen	129
§ 5 <i>Acting in Concert im deutschen Kapitalmarktrecht</i>	132
A. Acting in Concert i. S. d. WpHG	132
I. Gesetzeshistorie des § 34 Abs. 2 WpHG	133
II. Regelungszweck des § 34 Abs. 2 WpHG	134
1. Anlegerschutz und Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte	135
2. Komplementärfunktion zum Übernahmerecht	136
3. Corporate Governance Funktion	137
III. Regelungszusammenhang	138
1. Meldepflicht und Stimmrechtszurechnung	138
2. Wechselseitige Stimmrechtszurechnung	139

a)	Auslegung anhand des Normzwecks	140
b)	Auslegung vor dem Hintergrund der TRL	143
c)	Praxisrelevanter Fall: Stimmrechtspooling	144
d)	Zwischenergebnis	145
3.	Sanktionen	145
IV.	Überschießende Richtlinienumsetzung	146
V.	Richtlinienwidrigkeit des § 34 Abs. 2 WpHG	147
1.	Auslegung des Ausnahmetatbestands	148
a)	Weite Auslegung	148
b)	Enge Auslegung	150
c)	Stellungnahme	153
2.	Auswirkungen auf das Wertpapierhandels- und Übernahmerecht	154
B.	Acting in Concert i. S. d. WpÜG	156
I.	Regelungszusammenhang	156
1.	Kontrollerwerb und Stimmrechtszurechnung	157
2.	Verhältnis von § 2 Abs. 5 zu § 30 Abs. 2 WpÜG	159
3.	Rechtsfolgen der Kontrollerlangung und Sanktionen	161
II.	Regelungszweck des § 30 Abs. 2 WpÜG	162
1.	Normsystematische Auslegung	162
2.	Auslegung vor dem Hintergrund des Regelungskontexts	163
C.	Gleichlauf der Zurechnungstatbestände und einheitliche Auslegung	165
I.	Wille des historischen Gesetzgebers	166
II.	Unterschiedlicher europäischer Regulierungshintergrund	168
III.	Unterschiedliche Regelungszwecke	169
IV.	Unterschiedliche Folgen der Stimmrechtszurechnung	171
V.	Bewertung und Schlussfolgerungen	173
D.	Einzelheiten zum Tatbestand des Acting in Concert	174
I.	Vorüberlegungen	175
1.	Wortlaut des Zurechnungstatbestands	175
2.	Normsystematischer Überblick	175
II.	Abstimmungsvorgang	176
1.	Abstimmungsbeteiligte	176
2.	Verhaltensabstimmung	177
a)	Kommunikatives Element	177
b)	Koordinatives Element	178
c)	Abgrenzung zum bewussten/unbewussten Parallelverhalten	180
d)	Praxisrelevante Einzelfälle	181
aa)	Investorenverbände und Stimmrechtszurechnung	181
bb)	Einsatz von Stimmrechtsberatungsunternehmen	183
(1)	Verhaltensabstimmung mit dem Stimmrechtsberatungsunternehmen	183
(2)	Verhaltensabstimmung zwischen den beratenen Aktionären ein und desselben Stimmrechtsberatungsunternehmens	185

3.	Abstimmungsformen	186
a)	Vereinbarung	186
b)	Abstimmung in sonstiger Weise	187
aa)	Abspraken ohne rechtliche, aber mit faktischer Bindungswirkung	188
bb)	Abspraken ohne jegliche Bindungswirkung	189
III.	Abstimmungsgegenstand	190
1.	Abstimmung in Bezug auf den Emittenten/auf die Zielgesellschaft	190
a)	Konkretisierung des Ziels der Verhaltenskoordinierung	191
aa)	Einflussnahme auf die Willensbildung der Gesellschaft	191
bb)	Konkreter Adressat der Einflussnahme	192
b)	Gesellschaftsrechtlicher Bezugspunkt der Einflussnahmemöglichkeit auf die Gesellschaft	192
aa)	Einflussnahme durch Koordination der Stimmrechtsmacht	192
bb)	Stimmrechtsbezug auch bei Einflussnahmen außerhalb der Hauptversammlung	194
2.	Verständigung über die Ausübung von Stimmrechten	195
a)	Begriff der Verständigung	196
b)	Qualitative Anforderungen einer Stimmrechtskoordinierung	196
aa)	Keine zusätzlichen Voraussetzungen einer Stimmrechtsabrede	197
bb)	Qualifizierte Anforderungen an eine Stimmrechtsabrede	198
cc)	Stellungnahme	201
3.	Zusammenwirken zur dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung	204
a)	Zusammenwirken in sonstiger Weise	204
aa)	Regelungsziel	204
bb)	Subjektivierung der Tatbestandsalternative	205
cc)	Abgrenzung zur Stimmrechtsabrede	206
b)	Die unternehmerische Ausrichtung	206
aa)	Anknüpfung an den Begriff der Unternehmenspolitik	206
bb)	Materielle Bedeutsamkeit der unternehmenspolitischen Zielsetzung	208
c)	Dauerhafte und erhebliche Änderung	210
aa)	Änderung	210
bb)	Dauerhaft	210
cc)	Erheblich	211
4.	Praxisrelevante Einzelfälle	212
a)	Abstimmungen zur Sicherung des „Status quo“ und Interessenschutzklauseln	212
b)	Abgestimmter gemeinsamer Erwerb von Wertpapieren	214
c)	Standstill-Agreements	217
IV.	Vereinbarung in Einzelfällen	218
1.	Anwendungsbereich der Einzelfallausnahme	218

2. Formale und materielle Betrachtungsweise	219
3. Entscheidung des BGH v. 25.9.2018	221
4. Folgen für die Auslegung des Tatbestandsmerkmals	222
5. Praktische Konsequenzen der Entscheidung	224
a) Abgestimmte Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern	225
b) Verbesserung der Rechtssicherheit	226
c) Auswirkungen auf die Normsystematik	228
d) Bedeutung für die übernahmerechtliche Parallelnorm	229
V. Zwischenergebnis	231
<i>§ 6 Abschließende Bewertung und Schlussfolgerungen</i>	<i>233</i>
A. Defizitäre rechtsökonomische Determination des Acting in Concert	234
I. Grundsätzliche Ablehnungshaltung des Gesetzgebers gegenüber Aktionärsaktivismus	234
II. Keine Berücksichtigung investorenspezifischer Besonderheiten	237
B. Abkehr von der formalen Ermittlung der Stimmrechtsmacht	238
C. Eingeschränkte Praxistauglichkeit des Zurechnungstatbestands	240
I. Mangelnde Konturierung der Zurechnungsvoraussetzungen	240
II. Rechtlich ungeklärtes Verhältnis nationaler und unionsrechtlicher Vorgaben	240
III. Aufgabe des Gleichlaufs der Zurechnungstatbestände	241
D. Fehlender Gleichschritt mit der europäischen Corporate Governance Agenda	241
 Zusammenfassung der wesentlichen Untersuchungsergebnisse	 245
Literaturverzeichnis	255
Sachregister	281

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere Ansicht
a. F.	alte Fassung
Abl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AfS	Archiv für Sozialgeschichte
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
Anh.	Anhang
AnsFuG	Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz
Anstr.	Anstrich
Art.	Artikel
ARUG II	Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie
Aufl.	Auflage
B. J. I. B. F. L.	Butterworths Journal of International Banking and Financial Law
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebsberater
Beschl.	Beschluss
BetrAV	Verbandszeitschrift betriebliche Altersversorgung
BetrAVG	Betriebsrentengesetz
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMJV	Bundesministerium für Justiz und für Verbraucherschutz
BR-Drs.	Bundesratsdrucksache
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e. V.
bzgl.	bezüglich
ca.	circa
Calif. L. Rev.	California Law Review
CalPers	California Public Employees' Retirement System
CCGG	Canadian Coalition for Good Governance
CEPS	Centre for European Policy Studies
CESR	Committee of European Securities Regulators
CHF	Schweizer Franken
CII	Council of Institutional Investors

Col. L. Rev.	Columbia Law Review
COM	Commission
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAV	Deutscher Anwaltsverein e. V.
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
ders./dies.	derselbe/dieselbe
DIRK	Deutscher Investor Relations Verband
DK	Der Konzern
DStR	Deutsches Steuerrecht
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e. V.
EBLR	European Business Organization Law Review
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECGI	European Corporate Governance Institute
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
Einl.	Einleitung
Emory L. J.	Emory Law Journal
endg.	endgültig
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESMA-VO	Verordnung zur Einrichtung einer Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde
ESME	European Security Market Experts Group
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EUR	Euro
Eur. Financ. Manag.	European Financial Management
Eurosif	European Sustainable Investment Forum
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
f.; ff.	folgende
fin.	final
FK-WpÜG	Frankfurter Kommentar zum WpÜG
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GAC	Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH
GBP	Pfund Sterling
GDV	Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft
gem.	gemäß
GG	Grundgesetz
Ggf.	gegebenenfalls
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
Hdb.	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch

Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
i. S. d.	im Sinne des/der
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
ICGN	International Corporate Governance Network
ICI	Investment Company Institute
InterEULawEast	Journal for International & European Law, Economics & Market Integrations
InvG	Investmentgesetz
ISS	Institutional Shareholder Services
J. Account. Econ.	Journal of Accounting and Economics
J. Account. Res.	Journal of Accounting Research
J. Bus. Ethics	Journal of Business Ethics
J. Corp. Finance	Journal of Corporate Finance
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Econ. L.	Journal of Economic Literature
J. Econ. Perspect.	Journal of Economic Perspectives
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Fin.	Journal of Finance
J. Financial Mark.	Journal of Financial Markets
J. Law & Econ.	Journal of Law and Economics
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
jurisPR-HaGesR	juris PraxisReport Handels- und Gesellschaftsrecht
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
Kap.	Kapitel
KK-WpHG	Kölner Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz
KK-WpÜG	Kölner Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
KMRK	Kapitalmarktrechts-Kommentar
KOM	Kommission
LG	Landgericht
li. Sp.	linke Spalte
lit.	litera
LLC	Limited Liability Company
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
NJ	Neue Justiz
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
No.	Number
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere
Ohio St. Bus. L. J.	Ohio State Business Law Journal
OLG	Oberlandesgericht
PRI	Principles of Responsible Investment
PwC	PricewaterhouseCoopers GmbH

Q. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
re. Sp.	rechte Spalte
RegE	Regierungsentwurf
Rev. Financ. Stud.	The Review of Financial Studies
Rev. Financ.	Review of Finance
RisikoBegrG	Risikobegrenzungs-gesetz
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rz.	Randziffer
S.	Seite
SDLR	San Diego Law Review
Stan. J. L. Bus. & Fin.	Stanford Journal of Law, Business & Finance
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
SZW	Schweizer Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
TRL	Transparenzrichtlinie
TRL-ÄndRL	Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie
TRL-ÄndRL-UmsG	Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie
TUG	Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz
Tz.	Textziffer
u. a.	und andere
Uabs.	Unterabsatz
UCLA L. Rev.	University of California at Los Angeles Law Review
UK	United Kingdom
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
UN	United Nations
Univ. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
ÜRL	Übernehmerichtlinie
ÜRL-UmsG	Übernehmerichtlinie-Umsetzungsgesetz
US	United States
USA	United States of America
USD	US-Dollar
v.	von/vom
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Var.	Variante
Verf.	Verfasser
vgl.	vergleiche
VGR	Gesellschaftsrechtliche Vereinigung – Wissenschaftliche Vereinigung für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht e. V.
VO	Verordnung
Vorb.	Vorbemerkung(en)
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AV	WpÜG-Angebotsverordnung
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaftsrecht

ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZFR	Zeitschrift für Finanzmarktrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer(n)
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zugl.	zugleich

Abbildungsverzeichnis

<i>Abb. 1:</i> Überblick über die Investmentkette in börsennotierten Gesellschaften .	42
<i>Abb. 2:</i> Verwaltete Vermögenswerte institutioneller Anleger in Billionen USD.	45
<i>Abb. 3:</i> Anlagevermögen von Investmentfonds in Billionen USD (zu laufenden Preisen) (OECD)	47
<i>Abb. 4:</i> Anlagevermögen von Pensionsfonds in Billionen USD (zu laufenden Preisen) (OECD)	49
<i>Abb. 5:</i> Anlagevermögen von Versicherungsunternehmen in Billionen USD (zu laufenden Preisen) (OECD)	49

Einleitung

A. Einführung in den Untersuchungsgegenstand

Institutionelle Anleger prägen zunehmend die Beteiligungsstrukturen der größten und wirtschaftlich bedeutendsten Unternehmen dieser Welt. Einem Bericht der OECD zufolge betrug der institutionelle Anteilsbesitz an börsennotierten Unternehmen im Jahr 2019 weltweit im Durchschnitt 41%.¹ Mit etwa 80% machen institutionelle Anleger am U. S.-amerikanischen Kapitalmarkt die größte Anlegergruppe aus.² Auch in Deutschland wird der aggregierte Aktienbesitz institutioneller Investoren im Jahr 2020 auf ca. 62% geschätzt.³ Hervorzuheben ist dabei vor allem der große Anteil ausländischer Investoren. Mit etwa 36% machen institutionelle Anleger aus Nordamerika bei den 30 größten deutschen Unternehmen nach Marktkapitalisierung die bedeutendste Anlegergruppe aus.

Diese Entwicklungen in den Beteiligungsstrukturen geben zunehmend auch die Richtung in der Debatte zur Corporate Governance börsennotierter Unternehmen vor. In Kontinentaleuropa stehen schon seit vielen Jahren nicht mehr ausschließlich die Verwaltungsorgane der Gesellschaft im Fokus. Vielmehr werden verstärkt auch ihre „Eigentümer und ihre Helfer“⁴ in den Blick genommen. Dabei entspricht insbesondere das Bild des unmittelbar beteiligten Kleinaktionärs, der selbst kein großes Interesse an der Mitwirkung und Überwachung des Beteiligungsunternehmens hat⁵, längst nicht mehr dem Stand der Dinge. *Ers- tens* geht der Trend hin zu Formen der kollektiven Vermögensanlage, so dass die wirtschaftlich berechtigten Geldgeber in den seltensten Fällen tatsächlich auch Aktionäre im formalen Sinne sind.⁶ Aktienbeteiligungen werden vielmehr über komplexe Ketten von Finanzintermediären gehalten, an deren Ende oftmals institutionelle Anleger oder Vermögensverwalter stehen. *Zweitens* nimmt durch die zunehmende Institutionalisierung und Internationalisierung der Aktionäre auch ihr Einflusspotenzial auf die Beteiligungsunternehmen kontinuier-

¹ De La Cruz/Medina/Tang, Owners of the World's Listed Companies, S. 6.

² De La Cruz/Medina/Tang, Owners of the World's Listed Companies, S. 6.

³ Hierzu und im Folgenden IHS Markit/DIRK, Who owns the German DAX, S. 8 f.

⁴ Seibert, in: FS Hoffmann-Becking, 1101.

⁵ Näher hierzu S. 10 ff.

⁶ Vgl. Tröger, ZGR 2019, 126, 127 f.

lich zu.⁷ Anders als Privatanleger sind institutionelle Investoren professionelle Marktteilnehmer. Ihre unterschiedlichen Anlageziele und -präferenzen und differenzierten strategischen Investmentansätze prägen ihre Erwartungshaltungen gegenüber ihren Beteiligungsunternehmen.⁸ Regelmäßig suchen institutionelle Investoren daher nach Möglichkeiten zur aktiven Einflussnahme, um ihre Ziele effektiv durchsetzen zu können. Private Equity Investoren fordern den Aufbau starker Governance-Strukturen, um ihre Einflussnahmemöglichkeiten auf die Beteiligungsunternehmen zu festigen, etwa über den Aufbau und die Besetzung von Kontrollgremien der Gesellschaft mit Management- und/oder branchenerfahrenen Experten.⁹ Andere institutionelle Investoren, die diversifikationsbedingt nur einen geringen Aktienanteil an einzelnen Portfoliogesellschaften halten, suchen hingegen häufig den Weg über die aktive Ausübung ihrer Mitgliedschaftsrechte.¹⁰ Zunehmend an Bedeutung gewinnt auch der Dialog zwischen Investor und Unternehmensleitung jenseits der Hauptversammlung.¹¹

Ein aktiveres Engagement institutioneller Anleger und Vermögensverwalter in ihren Beteiligungsunternehmen fordert – spätestens seit der Finanzmarktkrise 2007/2008 – auch der europäische Gesetzgeber. In einem Grünbuch zum Europäischen Corporate Governance-Rahmen aus dem Jahr 2011 hat die Europäische Kommission vor allem bei institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern ein mangelndes Engagement in ihren Beteiligungsunternehmen festgestellt und ihnen insoweit den Vorwurf gemacht, sie würden ihrer Stellung als „verantwortliche Eigentümer“ nicht gerecht.¹² Zuletzt hat der europäische Gesetzgeber im Rahmen der zweiten Aktionärsrechterichtlinie aus dem Jahr 2017¹³ das Thema aufgegriffen und in den Erwägungsgründen darauf hingewiesen, dass eine wirksame und nachhaltige Mitwirkung der Aktionäre – insbesondere der institutionellen Anleger und Vermögensverwalter – einen der Eckpfeiler des Corporate-Governance-Modells börsennotierter Gesellschaften darstellt,

⁷ Näher hierzu S. 20 ff.

⁸ Näher hierzu S. 73 ff.

⁹ Siehe etwa o. V., „Hannover Finanz Gruppe besetzt Beirat neu“, Pressemitteilung vom 27.7.2021, abrufbar unter: <https://www.hannoverfinanz.de/pressemeldungen-newsletter/detail/news/hannover-finanz-gruppe-besetzt-beirat-neu/> (zuletzt abgerufen am: 8. Februar 2024); zur vertraglichen Verankerung von Kontroll- und Aufsichtsrechten von Private Equity Investoren gegenüber Beteiligungsunternehmen im Beteiligungsvertrag etwa *Inhester*, in: Jesch/Striegel/Boxberger, *Rechtshandbuch Private Equity*, § 14 Rn. 39 ff.

¹⁰ Näher hierzu S. 88 ff.

¹¹ Vgl. Bericht des Vermögensverwalters DWS Investment zur Stimmrechtsausübung im Geschäftsjahr 2021, DWS, *Active Ownership 2021*, S. 7, 12 ff.

¹² Hierzu und im Folgenden *Europäische Kommission*, Grünbuch *Europäischer Corporate Governance-Rahmen*, KOM(2011) 164 endg., S. 8 f.

¹³ Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre (ABl.L 132/1 vom 20. Mai 2017) (im Folgenden „Zweite Aktionärsrechterichtlinie“).

das von einem ausgewogenen System von Kontrollen der verschiedenen Organe und Interessenträger untereinander abhängt.¹⁴

Vor diesem Hintergrund wird im ersten Teil dieser Arbeit die Stellung institutioneller Aktionäre in der Corporate Governance börsennotierter Aktiengesellschaften und deren zunehmende Einbindung durch den Europäischen Gesetzgeber näher untersucht. Ausgehend von der gesetzgeberischen Vorstellung eines stärkeren Aktionärsengagements gerade institutioneller Aktionäre liegt ein besonderer Fokus auf der ökonomischen Analyse des passiven Engagementverhaltens eines Großteils der institutionellen Aktionäre. Wie sich zeigen wird, sind es regelmäßig fehlende wirtschaftliche Anreize, die einer proaktiven Wahrnehmung ihrer Aktionärsrolle entgegenstehen. Aufgrund teils prohibitiver Kosten eines Aktionärsengagements, der mitunter geringen Nutzenerwartung für den einzelnen Investor und nicht zuletzt wegen der bestehenden Kollektivhandlungsprobleme in Publikumsgesellschaften sind in der Vergangenheit verschiedene Lösungsansätze diskutiert worden, um den Aktionär stärker zu einem proaktiveren Engagementverhalten zu bewegen. Unter anderem ist die Überlegung aufgekommen, etwaige Anreizprobleme durch Erleichterung der Zusammenarbeit von Aktionären zu verringern. Bislang sind Kollektivhandlungen von Aktionären allerdings selten. Vermehrt Zuspruch finden kollektive Aktionärsengagements unter institutionellen Anlegern in letzter Zeit in ökologischen und sozialen Themenbereichen, wie etwa gemeinsame Klimaschutzkampagnen.¹⁵ Aber auch im Bereich des Aufbaus und der Verbesserung von Governance Strukturen suchen institutionelle Aktionäre die Zusammenarbeit, um ihr Einflusspotenzial auf gemeinsame Beteiligungsunternehmen zu erhöhen.¹⁶

Der zweite Schwerpunkt dieser Arbeit liegt sodann auf der Untersuchung der kapitalmarktrechtlichen Rahmenbedingungen kollektiver Engagements institutioneller Aktionäre. In diesem zweiten Teil erfolgt daher eine Analyse des europäischen und nationalen Regelungsrahmens, wobei auf die rechtlichen Vorgaben zur Verhaltensabstimmung von Personen eingegangen wird, die regelmäßig unter dem Stichwort des „*Acting in Concert*“ zusammengefasst werden. Ziel der vertieften Auseinandersetzung mit dem Konzept des *Acting in Concert* ist dabei, eine Trennlinie zwischen wünschenswerten Formen der Aktionärskoordination und rechtlich als *Acting in Concert* zu qualifizierenden Verhaltensabstimmungen aufzuzeigen.

¹⁴ Erwägungsgrund (14) der Zweiten Aktionärsrechterrichtlinie.

¹⁵ Vgl. etwa DWS, *Active Ownership* 2021, S. 28 f.

¹⁶ Vgl. etwa das anschauliche Beispiel eines kollektiven Aktionärsengagements mehrerer institutioneller Investoren bei der japanischen Gesellschaft Sumitomo Chemical Co., Ltd. zur Adressierung und dem konzerninternen Umgang mit möglichen Interessenkonflikten im Zusammenhang mit einem „Mutter-/Tochter-Listing“, *Institutional Investors Collective Engagement Forum*, *Collective Engagement Case Example: Sumitomo Chemical*, 26.11.2021, abrufbar unter: https://www.iicf.jp/pdf/en/pdf_en_case-study_20211126.pdf?20211125 (zuletzt abgerufen am: 8. Februar 2024).

B. Gang der Untersuchung

Vor dem Hintergrund der europäischen Regulierungsentwicklungen und der Debatte um die Aktivierung institutioneller Anleger als wichtige Corporate Governance Akteure beginnt die Untersuchung im ersten Teil in § 1 mit einer Darstellung der wesentlichen Grundzüge des deutschen Corporate Governance Systems börsennotierter Aktiengesellschaften. Wie eine rechtstatsächliche Betrachtung zeigen wird, haben sich die systemdeterminierenden Elemente in den vergangenen Jahren erheblich verändert und weiterentwickelt mit der Folge, dass institutionelle Aktionäre zunehmend in den Mittelpunkt der Corporate Governance Debatte rücken. Der Schwerpunkt der Betrachtung liegt dabei gerade auf den Veränderungen in den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, die dazu beigetragen haben, dass sich auch in deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften mit dem institutionellen Aktionär ein bestimmter Aktionärstyp herausgebildet hat, dessen genaue Stellung in der Corporate Governance es noch zu bestimmen gilt. In Anbetracht der Verdichtung des institutionellen Anteilsbesitzes gerade bei börsennotierten Aktiengesellschaften werden im Rahmen dieser Arbeit ausschließlich *börsennotierte* Aktiengesellschaften in den Blick genommen.¹⁷

Daran anschließend sollen in § 2 institutionelle Anleger und Vermögensverwalter in ihren Positionen als Aktionäre börsennotierter Unternehmen näher vorgestellt werden. Dabei liegt der Fokus darauf, die begrifflichen Schwierigkeiten im Zusammenhang mit dem Terminus des institutionellen Anlegers offenzulegen. Zudem widmet sich dieser Teil dem wirtschaftlichen Aufstieg institutioneller Aktionäre an den internationalen Kapitalmärkten, der anhand bestimmter Finanzkennzahlen nachgezeichnet wird.

Den Schwerpunkt des ersten Teils bildet § 3. Es wird der Frage nachgegangen, welche Rolle dem institutionellen Aktionär in der Corporate Governance Debatte zugewiesen wird. Vor dem Hintergrund der rechtspolitischen Entwicklungen auf gemeinschaftsrechtlicher Ebene werden einleitend die Zielvorstellungen der Europäischen Kommission im Hinblick auf die Stellung institutioneller Anleger im Corporate Governance System börsennotierter Gesellschaften näher untersucht. Dem schließt sich eine umfassende Analyse der ökonomischen Gründe für das oftmals mangelnde Engagement einer Vielzahl der institutionellen Anleger und Vermögensverwalter an. Aufgrund teils prohibitiver Kosten eines Aktionärsengagements, der mitunter geringen Nutzenerwartung für den einzelnen Investor und nicht zuletzt wegen der bestehenden Kollektivhandlungsprobleme in Publikumsgesellschaften werden Lösungsansätze gesucht, um den institutionellen Aktionär stärker in die Unternehmensüber-

¹⁷ Näher zur Institutionalisierung des Anteilsbesitzes gerade bei börsennotierten Aktiengesellschaften, S. 23 f.

wachung miteinzubeziehen. Näher untersucht wird die Frage, ob eine Zusammenarbeit institutioneller Aktionäre einen möglichen Lösungsansatz zur Reduzierung der Anreizhindernisse für ein aktiveres Aktionärsengagement liefert.

Teil 2 dieser Arbeit bildet sodann die Untersuchung der rechtlichen Rahmenbedingungen koordinierter Verhaltensweisen von Aktionären. Dabei wird die Schnittstelle zwischen wünschenswerten koordinierten Aktionärsengagements und sonstigen Verhaltensweisen, die als Acting in Concert zu qualifizieren sind, näher beleuchtet. § 4 widmet sich zu diesem Zweck zunächst den gemeinschaftsrechtlichen Rechtsgrundlagen. Das Konzept des Acting in Concert findet sich sowohl in der Transparenzrichtlinie als auch in der Übernahmerichtlinie wieder.

In § 5 schließt sich eine Auseinandersetzung mit den kapitalmarktrechtlichen Vorgaben im nationalen Recht an. Das Konzept des Acting in Concert ist im deutschen Recht in den nahezu wortlautidentisch ausgestalteten Stimmrechtszurechnungstatbeständen des § 34 Abs. 2 WpHG und § 30 Abs. 2 WpÜG verankert. Im Anschluss an eine Darstellung der Regelungszusammenhänge des Acting in Concert im WpHG und WpÜG schließt sich eine vertiefte Auseinandersetzung mit den tatbestandlichen Voraussetzungen einer Stimmrechtszurechnung in den Fällen des Acting in Concert an.

Die Untersuchung schließt in § 6 mit einer Bewertung der gewonnenen Untersuchungsergebnisse vor dem Hintergrund der herausgearbeiteten Bedeutung institutioneller Aktionäre im Rahmen der Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen.

Teil 1: Institutionelle Aktionäre im Corporate Governance System deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften

§ 1 Grundzüge der Corporate Governance deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften

Die aktuellen rechtspolitischen Entwicklungen in Europa im Bereich der Corporate Governance börsennotierter Unternehmen bringen deutlich zum Ausdruck, dass das Ziel einer langfristigen Mitwirkung institutioneller Anleger in ihren Beteiligungsunternehmen fester Bestandteil der Corporate Governance Agenda ist. Dies soll zum Anlass genommen werden, sich näher mit ihrer Stellung im deutschen Corporate Governance System börsennotierter Aktiengesellschaften auseinanderzusetzen.

In Anbetracht des interdisziplinären Charakters der Corporate Governance befasst sich auch die ökonomische Forschung regelmäßig mit der konfliktrichtigen Beziehung zwischen Aktionär und Unternehmensleitung. Um diese Beziehung modellhaft untersuchen zu können, sind zahlreiche Theorieansätze entwickelt worden, wobei im Bereich der Publikumsgesellschaften insbesondere die Prinzipal-Agent-Theorie Beachtung findet.¹ Aus diesem Grund soll sie auch in dieser Abhandlung den theoretischen Hintergrund der Corporate Governance Debatte bilden und als Argumentationsgrundlage für die Auseinandersetzung mit der Stellung des institutionellen Anlegers im Corporate Governance System herangezogen werden. Im Anschluss an grundlegende Erwägungen zum Begriff und zur Zielsetzung der Corporate Governance (A. I.) erfolgt daher eine Darstellung der wesentlichen theoretischen Grundzüge der Prinzipal-Agent-Theorie, unter Berücksichtigung der Besonderheiten gerade in Publikumsgesellschaften (A. II.).

Wie eine nähere Betrachtung der rechtstatsächlichen Veränderungen innerhalb der deutschen Aktionärslandschaft seit Beginn der 1990er Jahre zeigt, lassen sich die Grundannahmen der Prinzipal-Agent-Theorie nicht (mehr) ohne Weiteres auf die börsennotierte Aktiengesellschaft deutscher Prägung übertragen. Veränderungen in den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben dazu geführt, dass am deutschen Kapitalmarkt mit dem institutionellen Anleger ein ganz bestimmter Aktionärstyp vorherrschend ist (B.). Aus diesem rechtstatsächlichen Bedürfnis heraus wird die Überlegung angestellt, ob das geltende System

¹ *Birkmose*, InterEuLawEast 2018, 69, 74 f.; so auch die *Europäische Kommission*, Commission Staff Working Document, SWD(2014) 127 fin., S. 15 f.; vgl. zur hervorgehobenen Stellung der Prinzipal-Agent-Theorie im Rahmen der Corporate Governance Forschung bereits *Shleifer/Vishny*, J. Fin. 1997, 737 ff.; *Bebchuk/Cohen/Hirst*, J. Econ. Perspect. 2017, 89 ff.

der Unternehmenskontrolle und -überwachung dieser faktischen Bedeutung des institutionellen Aktionärs noch gerecht wird.

A. Konzeptionelle Vorüberlegungen

I. Begriff und Zielsetzung der Corporate Governance

Der Begriff der Corporate Governance ist vielschichtig und facettenreich, zumal verschiedene interdisziplinäre Themenbereiche in dessen Bestimmung miteinfließen.² Infolgedessen gibt es zahllose Definitions- und Interpretationsansätze, die eine einheitliche Begriffsbestimmung erschweren.³ Besonders prägnant und einprägsam ist jedoch die Definition des britischen „*Cadbury Committee*“ aus dem Jahr 1992:

„Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled.“⁴

Auch im deutschen Rechtssystem wird der Begriff der Corporate Governance verwendet, ohne jedoch näher definiert zu werden (vgl. § 161 AktG).⁵ Weit verbreitet ist mittlerweile das Verständnis, dass Corporate Governance den rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens beschreibt.⁶ Dieser Definition folgt auch der DCGK⁷, so dass dieses Begriffsverständnis zumindest im deutschen Rechtssystem eine breite Akzeptanz vermuten lässt und daher dieser Arbeit zugrunde gelegt werden soll.

Die Zielsetzung der Corporate Governance ist eng verbunden mit der Frage nach den maßgeblichen Bezugsgruppen und daher der Frage, in wessen Interesse die Unternehmensleitung und -kontrolle erfolgt.⁸ Über einen langen Zeitraum hinweg war die Beziehung zwischen Aktionär und Management richtungweisend für die wissenschaftliche Corporate Governance Forschung. Mit Blick vor allem auf die kontinentaleuropäische Debatte wird die Begrenzung des Wirkungsbereichs der Corporate Governance auf die Aktionär-Management-Beziehung

² Ausführlich zur Entwicklung des Begriffsverständnisses *Hopt*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Hdb. Corporate Governance, 39, 40 ff.; vgl. *Schneider/Strenger*, AG 2000, 106 f.; *von Werder*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Hdb. Corporate Governance, 3, 4; *Weber*, Corporate Governance Reporting, S. 23 ff.

³ *Böcking*, in: FS Pohle, 247, 248; *Hopt*, ZGR 2000, 779, 782.

⁴ *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance („*Cadbury Report*“), Para 2.5.

⁵ Vgl. *Hopt*, ECGI Law Working Paper 170/2011, S. 2 mit einer rechtsvergleichenden Betrachtung; *Schneider/Strenger*, AG 2000, 106.

⁶ *Böcking/Bundel*, in: Hopt/Binder/Böcking, Hdb. Corporate Governance, § 2 Rn. 7 m. w. N.; *von Werder*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Hdb. Corporate Governance, 3, 4.

⁷ DCGK, Präambel Abs. 1.

⁸ *Assmann*, in: FS Kümpel, 1, 3.

jedoch vielfach für unvollständig gehalten, zumal sie mögliche Konflikte zwischen anderen Bezugsgruppen des Unternehmens außer Acht lasse.⁹ Der „klassischen“ Deutungsweise und Konzentration auf die Aktionär-Management-Beziehung liegt in der ökonomischen Theorie die Annahme zugrunde, dass das Management eines Unternehmens allein den Interessen des Eigentümers (in Aktiengesellschaften also den Interessen des Aktionärs) verpflichtet sei (sog. „*shareholder value*“ Ansatz).¹⁰ Der *shareholder value* bezeichnet dabei den „finanziellen Wert des Eigenkapitals eines Unternehmens für die Eigentümer“¹¹. Eine am *shareholder value* ausgerichtete Unternehmensleitung zielt mithin darauf ab, den Ertragswert aus der Nutzung des zur Verfügung gestellten Eigenkapitals zu maximieren.¹² Folglich steht vor dem Hintergrund einer am Konzept des *shareholder value* orientierten Unternehmensleitung auch in der Corporate Governance Debatte die Beziehung der Unternehmensleitung zum Eigentümer im Zentrum der Diskussion.¹³

Dieser engen Betrachtungsweise wird der sog. „*stakeholder value*“ Ansatz¹⁴ entgegengesetzt, wonach die Unternehmensleitung neben den Aktionärsinteressen auch die Belange weiterer Bezugsgruppen, insbesondere von Arbeitnehmern, Gläubigern, Lieferanten und der Allgemeinheit zu berücksichtigen hat.¹⁵ Dieser Argumentationslinie folgend beschränkt sich die Funktion der Corporate Governance nicht darauf, den Aktionär vor einer Übervorteilung durch das Management zu schützen. Vielmehr ist Aufgabe der Corporate Governance durch rechtliche und faktische Maßnahmen die Handlungsspielräume der verschiedenen Unternehmensakteure einzuschränken, so dass eine einseitige Übervorteilung sämtlicher in Bezug genommenen Akteure für opportunistische Verhaltensweisen vermieden wird.¹⁶

Davon abgesehen, ist das Gesamtziel der Corporate Governance vor dem Hintergrund des Unternehmenserfolgs und der Steigerung des Unternehmenswerts zu sehen. Eine „gute“ Corporate Governance wird insoweit mit einer wirtschaftlichen Wertsteigerung des Unternehmens in Verbindung gebracht.¹⁷

⁹ Hopt, ECGI Law Working Paper 170/2011, S. 29 ff.; von Werder, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Hdb. Corporate Governance, 3, 8.

¹⁰ Busse von Colbe, ZGR 1997, 271 ff.; zur Rezeption in Deutschland Mülbart, ZGR 1997, 129 ff.; grundlegend schon Rappaport, Creating Shareholder Value, 1986; Zimmermann/Wortmann, DB 2001, 289 ff.

¹¹ Busse von Colbe, ZGR 1997, 271, 272.

¹² Busse von Colbe, ZGR 1997, 271, 272 f.

¹³ Vgl. Teichmann, ZGR 2001, 645, 648.

¹⁴ Blair, Ownership and Control, S. 3 ff.; grundlegend schon Freeman, Strategic Management, 1984.

¹⁵ Vgl. Überblick bei von Werder, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Hdb. Corporate Governance, 3, 7 f. m. w. N.

¹⁶ Vgl. von Werder, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Hdb. Corporate Governance, 3, 8, 14 m. w. N.

¹⁷ Näher hierzu Hopt, in: Hopt/Binder/Böcking, Hdb. Corporate Governance von Banken

Empirische Nachweise für eine entsprechende Korrelation sind zahlreich vorhanden, allerdings weisen die Untersuchungsergebnisse eine erhebliche Spannweite auf, so dass sie in ihrer Aussagekraft letztlich begrenzt sind.¹⁸ Bestimmte Governance Standards werden jedoch von einer Vielzahl von Unternehmen umgesetzt und praktiziert, ohne negative Auswirkung auf deren Wertentwicklung zu haben. Insoweit besteht eine gewisse Effizienzvermutung, wonach bei bestimmten „best practice“ Maßnahmen jedenfalls nicht auszuschließen ist, dass deren Umsetzung auch zu einer langfristigen Steigerung des Unternehmenswerts führen.¹⁹ Damit besteht ein berechtigtes Interesse die Corporate Governance von Unternehmen dauerhaft zu verbessern.

II. Prinzipal-Agent-Konflikt als rechtsökonomischer Hintergrund

1. Trennung von Eigentum und Kontrolle

Die Corporate Governance Debatte ist ihrem traditionellen, anglo-amerikanischen Verständnis zufolge auf strukturelle Defizite in der Beziehung zwischen Aktionär (als Eigentümer des Unternehmens) und Management (als Inhaber der Verfügungsmacht) des Unternehmens zurückzuführen.²⁰ Gerade Publikumskapitalgesellschaften zeichnen sich dadurch aus, dass die Unternehmensleitung nicht personenidentisch ist mit den Gesellschaftern des Unternehmens. In diesem Sinne ist also die Leitung des Unternehmens („control“)²¹ und die Eigentümerschaft nicht in einer Hand miteinander verbunden.

In ihrem bedeutenden Werk „The Modern Corporation and Private Property“ (1932) haben *Berle* und *Means* den Zusammenhang hergestellt, dass der in U. S.-amerikanischen Unternehmen zu verzeichnende hohe Streubesitzanteil

u. Versicherungen, 3, 5 f.; von *Werder*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Hdb. Corporate Governance, 3, 24 f.

¹⁸ Z. B. *Gompers/Ishii/Metrick*, Q. J. Econ. 2003, 197 ff. haben einen „Governance Index“ aufgestellt, dass Unternehmen mit einer „guten“ Governance deutlich höhere Kursgewinne (Überrendite von +8,5%) verzeichnen als Unternehmen mit einer „schlechten“ Governance, daran anknüpfend *Bebchuk/Cohen/Ferrell*, Rev. Financ. Stud. 2009, 783 ff.; für eine ausführliche Auswertung verschiedener empirischer Untersuchungen zur Korrelation zwischen Corporate Governance und Unternehmenswert *Prigge*, in: FS Hopt, 1153 ff.; von *Werder*, in: FS Hopt; 1471, 1472 m. w. N.

¹⁹ *Hopt*, in: Hopt/Binder/Böcking, Hdb. Corporate Governance von Banken u. Versicherungen, 3, 6 m. w. N.; von *Werder*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Hdb. Corporate Governance, 3, 25.

²⁰ *Böcking/Bundle*, in: Hopt/Binder/Böcking, Hdb. Corporate Governance von Banken u. Versicherungen, § 2 Rn. 6; von *Werder*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Hdb. Corporate Governance, 3, 4 m. w. N.

²¹ Näher hierzu auch *Bassler*, Bedeutung institutioneller Anleger, S. 454; mit dem Begriff der Kontrolle ist an dieser Stelle nicht Kontrolle i. S. v. Überwachung der Unternehmensleitung zu verstehen, sondern die Entscheidungsgewalt über die Unternehmensressourcen; vgl. *Böcking/Bundle*, in: Hopt/Binder/Böcking, Hdb. Corporate Governance von Banken u. Versicherungen, § 2 Rn. 6, die den Begriff der Verfügungsmacht verwenden.

Sachregister

- Acting in Concert
 - Begriff 109, 132
 - TRL 112–118, 129
 - ÜRL 118, 121, 123, 129
 - WpHG/WpÜG, *siehe* Stimmrechtszurechnung
- Agentur-Kosten, *siehe* Prinzipal-Agent-Theorie
- Aktienbesitz, *siehe* Anteilsbesitz
- Aktionärsforum 182
- Aktionärstyp 7, 30, 58, 237 f.
- Angebotspflicht 156, 161, 163 f., 171
- Anlageinstrumente 53, 73 f.
- Anlagekriterien 74 f.
- Anlagestrategie 78, 80 f., 83, 86
 - Aktive ~ 78
 - Passive ~ 86
- Anlagevermögen 45–50
- Anlegerpassivität 1, 63 f., 94, 103
- Anlegerschutz 111, 120, 129, 135, 163, 216
- Anteilsbesitz
 - ~ Institutioneller Aktionäre 1
 - Institutionalisierung des ~ 1, 23, 52
 - Internationalisierung des ~ 1, 25
- Assets under Management*, *siehe* Anlagevermögen
- Aufsichtsratswahl 221, 225
- Auslegungsgleichlauf der Zurechnungstatbestände 165–169, 171, 173, 241
- Bericht des Finanzausschusses 134, 209, 213, 215
- Beteiligungspublizität 111, 136, 239
- Bewusstes/unbewusstes Parallelverhalten 180 f.
- Corporate Governance
 - Bedeutung des Aktionärs 3, 57
 - Bedeutung des Aufsichtsrats 18
 - Begriff 8
 - Theoretische Grundlagen 10–13
 - Zielsetzung 8 f., 61–63, 234, 237
- Corporate Governance Mechanismen 15–18
- Corporate Governance System 19 f., 26, 55
- Deutscher Corporate Governance Kodex 33
- Deutschland-AG 20 f.
- Einkommensstrategie, *siehe* Investmentziel
- Einzelfallausnahme 218 f., 221 f.
- Erwerbsprinzip 119, 214
- ESMA-Stellungnahme, *siehe* White List
- Europäische Corporate Governance Agenda 1 f., 7, 59, 63, 241 f.
- Externe Corporate Governance, *siehe* Corporate Governance Mechanismen
- Formale Betrachtungsweise, *siehe* Einzelfallausnahme
- Funktionsfähigkeit des Wertpapiermarkts 135, 239
- Gold Plating* 116
- Hedgefonds 80–83, 96, 237
 - Anlagestrategische Besonderheiten 81–83
- Indexfonds
 - Benchmarking 84, 89, 91, 237
 - Kostensensibilität 89, 91
 - Portfoliozusammensetzung 86
 - Vergütungsstruktur 87, 91, 237

- Informations- und Implementierungskosten, *siehe* Ressourcenaufwand
- Institutionelle Aktionäre
- Aktionärsengagement ~ 2, 59–61, 63, 94 f., 234 f.
 - Begriff 28, 30, 33 f., 43
 - Gesellschafts- und sozialpolitische Bedeutung 54 f.
 - Rechtspolitische Bedeutung 55 f.
 - Wirtschaftliche Bedeutung 44, 49, 54
- Institutionelle Anleger, *siehe* Institutionelle Aktionäre
- Interessenkonflikt 71 f., 81
- Interessenschutzklausel 213
- Interne Corporate Governance, *siehe* Corporate Governance Mechanismen
- Investmentkette 1, 43, 71, 73, 237
- Investmentziel 73–77
- Kollektivhandlungsproblem 11, 64–67, 103, 235
- Kontrolle 156–158, 161, 238 f.
- Markt für Unternehmenskontrolle 15
- Materielle Betrachtungsweise, *siehe* Einzelfallausnahme
- Mindestharmonisierung 116, 152, 216
- Moral Hazard* 13
- Normsystematik des Zurechnungsstatbestands 175
- Parallelerwerb 121, 214–217
- Personalkosten, *siehe* Ressourcenaufwand
- Prinzipal-Agent-Theorie
- Besonderheiten in Publikumsgesellschaften 13 f., 71
 - Theoretische Grundlagen 12
- Rationale Apathie 11, 57, 65
- Regelungszweck 134–138, 162–164, 236, 239
- Reputationsgewinn 104 f.
- Ressourcenaufwand 67–71, 103, 235
- Risikobegrenzungsgesetz 133, 190, 231, 235
- Shareholder Value* 9
- Stakeholder Value* 9
- Standstill Agreements* 217
- Stewardship Code* 102
- Stimmrechtsberater 70, 183
- Stimmrechtszurechnung 183–186
- Stimmrechtspools 141, 144 f.
- Stimmrechtszurechnung
- Abstimmungsformen 186–189
 - Abstimmungsgegenstand 190–192, 194–196, 198, 201, 204–206, 208, 210 f., 240
 - Abstimmungsverhalten 177 f., 180
 - Vereinbarung in Einzelfällen, *siehe* Einzelfallausnahme
- Stock-picking*, *siehe* Anlagestrategie
- Streubesitz 10, 24, 66, 104
- Takeover Code 119
- Teaming-up* 97
- Transferkosten, *siehe* Ressourcenaufwand
- Transparenzrichtlinie 111
- Übernehmerrichtlinie 118
- Überschießende Richtlinienumsetzung 146 f., 150, 151, 153 f., 240 f.
- Verbindlichkeitsorientierte Strategie, *siehe* Investmentziel
- Verflechtungsstrukturen 20–23
- Verhaltenskodex, *siehe* *Stewardship Code*
- Vermögensverwalter, *siehe* Institutionelle Aktionäre
- Vollharmonisierung 115, 117, 130, 147, 149, 152, 154
- Wachstumsstrategie, *siehe* Investmentziel
- Wechselseitige Stimmrechtszurechnung 139 f., 143, 145, 158
- White List* 61, 124, 168, 238, 242
- Wolf-packs* 96, 217
- Wortlaut des Zurechnungsstatbestands 175