

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	19
B. Gang der Untersuchung	22
C. Entwicklung und rechtstatsächliche Bedeutung institutioneller Investoren	23
I. Vom Konzept der „bloß kapitalmäßigen Beteiligung“ zum Aktionärsaktivismus – Evolution institutioneller Investoren	23
II. Historische Konzeption der Aktionärsstellung	24
III. Entflechtung der „Deutschland AG“ und Aufstieg angelsächsischer institutioneller Anleger	26
IV. Heuschreckenmentalität und Unterdrückung der Führungsebene – Imageproblem oder Realität?	30
D. Begriff des institutionellen Investors und Shareholder Activism	35
I. Das unbekannte Wesen Aktionär – wer ist der „institutionelle Anleger“?	35
1. Verständnis in Schrifttum und Gesetzgebung	36
a) Begriffsverständnis aus Perspektive deutscher Gesetzgebung und Verwaltungspraxis	36
b) Europäische Union und Perspektive der OECD	38
c) Schrifttum	39
2. Erforderlichkeit einer Definition?	40
3. Abgrenzungskriterien für den institutionellen Investor	41
a) Fremdnützigkeit des Investments	42
b) Kapitalsammelstelle	43
c) Gesteigertes Anlagevolumen	43
d) Professionelle Vermögensverwaltung	44
4. Notwendige Differenzierung zwischen verschiedenen Anlegertypen	45
a) Gesetzliche Differenzierung	46
b) Differenzierungskriterien im Schrifttum	47
c) Eigener Ansatz	48

5. Detaillierte Analyse der unterschiedlichen Investorentypen	50
a) Gibt es einen „Nichtaktionär“?	50
b) Die Investmentstrategie als entscheidendes Differenzierungskriterium	51
aa) Aktiv gemanagte Fonds	52
bb) Passiv gemanagte Fonds	53
c) Ergänzende Betrachtung der Wahrnehmung der Aktionärsrolle und des zeitlichen Horizonts der Anlage	53
d) Analyse im Einzelnen	54
aa) Aktiv gemanagte Fonds als Investoren	54
(1) Hedgefonds als Hauptanwendungsfall	54
(2) Charakteristika aktiv gemanagter Fonds	57
bb) Passiv gemanagte Fonds als Investoren	61
(1) Die Rolle von Pensionsfonds in der Corporate Governance Debatte	62
(2) Einflussnahme und Anreizstruktur	62
6. Zwischenergebnis und Zusammenfassung	66
II. Begriff und Ausprägungsformen des Shareholder Activism	67
2. Begriffsdefinition „Shareholder Activism“	68
3. Kategorien von Shareholder Activism	69
a) Leistungsbezogen oder auf strukturelle Veränderungen gerichtet	69
b) Ex ante oder ex post	70
c) „Short termism“ – „long-term value creation“?	71
4. Einzelne Interventionsstrategien und Ausprägungen des Aktionärsaktivismus	72
a) Kontaktaufnahme mit dem Management	73
b) Öffentliche Kampagnen und Kooperation zwischen Investoren	74
c) Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten	75
d) Schneller Beteiligungsaufbau / Leerverkäufe	76
e) Instrumentalisierung der Hauptversammlung	77
f) Engagement im Aufsichtsrat	78
g) Veranlassung einer Sonderprüfung	79
h) Gerichtliche Geltendmachung von Forderungen	80

III. Auswirkungen von Shareholder Activism auf die Corporate Governance des Beteiligungsunternehmens	82
1. Problematik der Debatte	82
a) Begriffsdefinitiorische Schwierigkeiten	82
b) Eingeschränkte Übertragbarkeit von Studienergebnissen aus anderen Rechtskreisen	83
c) Kritik am Bewertungsmaßstab – was ist „zum Nutzen“ des Unternehmens?	86
2. Reformulierung der Fragestellung	89
E. Verortung im Rahmen der Corporate Governance Debatte	91
I. Veränderungen im Prinzipal-Agenten-Konflikt	92
1. „Agents watching Agents“ - Die Doppelrolle institutioneller Investoren als Prinzipal und Agent	94
a) Interessenkonflikte im Verhältnis zum wirtschaftlich Endberechtigten	95
b) Interessenkonflikte im Verhältnis zum Beteiligungsunternehmen	97
2. Veränderung der Machtverhältnisse durch Professionalisierung des Prinzipals	97
a) Fachlich versierte Ausübung der Aktionärsrolle	97
b) Überwindung des Kollektivhandlungsproblems	98
c) Disziplinierung von Großaktionären	99
3. Konfliktpotential aufgrund der Internationalisierung der Portfolios	100
a) Mangelnde Kenntnis vom Portfoliounternehmen	100
b) Fehlende Ausübung der Stimmrechte	101
c) Zunehmender Einfluss von Proxy Advisors	102
II. Einflussnahme von Aktionären auf Wirkmechanismen der Corporate Governance	103
1. Einflussnahme von Aktionären auf die interne Corporate Governance	104
a) Gesellschafterversammlung	104
b) Gesellschaftsinternes Kontrollgremium	106
c) Klagemöglichkeiten und Haftungsregime	109
2. Einflussnahme auf die externe Corporate Governance	110
a) Sekundärer Kapitalmarkt	110
b) Öffentliche Meinung	113
c) Einflussnahme auf das Regelungsregime	114

III. Zwischenergebnis	116
1. Chancen von Shareholder Activism	116
2. Risiken von Shareholder Activism	117
3. Auswertung	118
F. Vorbilder für den europäischen Regelungsentwurf: Der FRC Stewardship Code, die UN Principles of Responsible Investment und die OECD Grundsätze der Corporate Governance	120
I. Gang der Untersuchung	121
II. Die Grundsätze der OECD und der Vereinten Nationen	122
III. Der FRC Stewardship Code als Muster für eine Regulierung auf europäischer Ebene	124
1. Entstehungsgeschichte und Zielsetzung	124
2. Regelungstechnik und Regelungsinhalt	125
3. Der Kodex im Einzelnen	127
a) Ein- und Anleitung	127
b) Die einzelnen Principles	128
aa) Ausarbeitung und Offenlegung einer Strategie zur Wahrnehmung treuhänderischer Verantwortung (Stewardship)	128
bb) Implementierung einer stabilen Strategie zur Bewältigung von Interessenkonflikten	128
cc) Überwachung der Beteiligungsunternehmen	129
dd) Formulierung klarer Richtlinien über die Ausübung der Verantwortung als Investor	129
ee) Bereitschaft zur Zusammenarbeit mit anderen Investoren	130
ff) Erarbeitung einer klaren Strategie zur Stimmrechtsausübung und Offenlegung des Stimmverhaltens	130
gg) Regelmäßige Berichterstattung über Stimmrechtsausübung und Stewardship-Aktivitäten	131
c) Rezeption	131
aa) Befolungsquote	132
bb) Effektivität	133
cc) Rezeption in Praxis und Wissenschaft	134
(1) Stärken	134

(2) Schwächen	135
G. Kommissionsentwurf zur Änderung der Aktionärsrechterichtlinie	148
I. Methodische Vorüberlegungen	148
II. Zielsetzung und Regelungsinhalte im Überblick	150
1. Zielsetzung und Hintergründe	150
a) Unzureichendes Engagement der institutionellen Anleger und Vermögensverwalter	151
aa) Kontrolle der Unternehmensleitung als kollektives Gut: das Problem der "Trittbrettfahrer"	151
bb) Interessenkonflikte	154
b) Schwierige und teure Ausübung der mit Wertpapieren verbundenen Rechte	156
aa) Identifizierung und Legitimierung der Anleger	156
bb) Rechtzeitiger Übermittlung von Informationen und Übertragung von Rechten in der Investitionskette	157
cc) Preisdiskriminierungen grenzüberschreitender Bestände	158
c) Unzureichende Verknüpfung von Vergütung und Leistung bei Mitgliedern der Unternehmensleitung	158
d) Fehlende Überwachung von Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen und Personen durch die Aktionäre	159
e) Mangelnde Transparenz bei Beratern für Stimmrechtsvertretung	159
f) Kritische Würdigung der Zielsetzung	160
2. Die relevanten Neuregelungen im Überblick	161
a) Adressatenkreis	162
b) Artikel 3f „Einbeziehungspolitik“	163
c) Artikel 3 g: Anlagestrategie institutioneller Anleger und Vereinbarungen mit Vermögensverwaltern	170
d) Artikel 3 h Transparenz bei Vermögensverwaltern	173
e) Artikel 3 a bis Artikel 3 e – erleichterte Wahrnehmung der Aktionärsrechte und Kostentransparenz	173

III. Genese und Regelungstechnik	174
1. Analyse der Regelungstechnik	174
a) Wahl des Instruments der Richtlinie	175
b) Ausbau freiwilliger Selbstverpflichtungen (<i>comply-or-explain</i>)	175
2. Verwendung von Legal Transplants	178
a) Methodik und Bewertung der Rechtsübertragung	179
b) Legal Borrowing im Fall der Aktionärsrechterichtlinie	181
IV. Inhaltliche Analyse der Neuregelungen im Hinblick auf die Vereinbarkeit mit deutschem Recht	182
1. Vermehrtes Monitoring und verantwortungsvolle Ausübung der Aktionärsrolle	182
a) Aufweichung des Prinzips der „bloß kapitalmäßigen Beteiligung“	183
b) Sinnhaftigkeit von „Shareholder Empowerment“ im deutschen Recht vor dem Hintergrund des „Unternehmensinteresses“?	185
c) Konflikte mit der aktienrechtlichen Kompetenzordnung	188
aa) Leitungsautonomie des Vorstands, § 76 Abs. 1 AktG	188
bb) Überwachungszuständigkeit des Aufsichtsrats im dualistischen System	188
cc) Sonderfall: Repräsentanz im Aufsichtsrat	189
dd) Entwertung der Hauptversammlung als „Entscheidungsforum und Sitz der Aktionärsdemokratie“?	190
ee) Verstoß gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz	191
(1) Informationelle Gleichbehandlung	192
(2) „kommunikative“ Gleichbehandlung	196
2. Kapitalmarktrechtliche Regelungsaspekte	197
a) Insiderrecht	197
b) Übernahmerechtliche Grenzen und Minderheitenschutz	199
3. Zusammenfassung zur Vereinbarkeit mit deutschem Recht	201

V. Gesamtbeurteilung des Regelungsvorschlags	202
1. Mangelnde Bekämpfung der Ursachen	203
a) Abbau faktischer Hürden bei Stimmrechtsausübung und Monitoring	204
b) Unzureichende Verbesserungen bei Informationsübermittlung und Legitimierung der Anleger	204
c) Vereinheitlichung der Verfahren und erleichterte Ausübung der Aktionärsrechte	206
d) Abbau von Sprachbarrieren	207
2. Unzureichende Verbesserung der Anreizsetzung	208
a) Positive Anreizsetzung	210
aa) Wirtschaftliche Anreize	210
bb) Anreizsetzung über gesellschaftsrechtlichen Einfluss	211
b) Kostenreduzierung	211
aa) Abbau von Preisdiskriminierungen bei grenzüberschreitenden Beständen	211
bb) Low Cost Shareholder Activism	212
3. Abbau erschwerender gesetzlicher Rahmenbedingungen	213
a) Vereinheitlichung der Vorschriften zu abgestimmten Verhalten	213
b) Koordination kontroverser Regelungsansätze	214
4. Unzulänglichkeiten der Regelungstechnik	215
a. Konkretisierungsbedürftigkeit der Wohlverhaltensregeln	215
b. Fehlende Guidance	216
H. Zusammenfassung und Thesen	218
Literaturverzeichnis	221